

جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم العلوم المالية والمصرفية

العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

The Relationship Between Economic Value Added And Stocks Returns For Industrial Companies Listed In Amman Stock Exchange

إعداد الطالب

حسن جميل غزلان

بإشراف الاستاذه الدكتورة

منى ممدوح مولا

الفصل الدراسي الصيفي

2014/2013

العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

The Relationship Between Economic Value Added And Stocks Returns For Industrial Companies Listed In Amman Stock Exchange

إعداد الطالب

حسن جميل حسن غزلان

بكالوريوس في العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن،2008.

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، في جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

وافق عليها

أ.د منى ممدوح المولا ....مشرفاً

د. زياد محمد زريقات ....عضواً

أ.د احمد محمد العمري .... عضواً

تاريخ تقديم الأطروحة ١١/ ٢٠١٤/٨

إهـــــداء

بسم الله الرحمن الرحيم

(قل إعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون)

صدق الله العظيم

إلهي لايطيب الليل إلا بشكرك ولايطيب النهار إلى بطاعتك .. ولاتطيب اللحظات إلا بذكرك ..

ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك

الله جل جلاله

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين..

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسمة الحياة وسر الوجود

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي

والى من نذرت عمرها في أداء رسالة

صنعتها من أوراق الصبر

وطرزتها في ظلام الدهر

على سراج الأمل

بلا فتور أو كلل

رسالة تعلم العطاء كيف يكون العطاء

وتعلم الوفاء كيف يكون الوفاء

إليك أمي أهدي هذه الرسالة

شـــكر وتقـــدير

أحمد الله كثيرا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه , على توفيقه وتيسيره وما انا فيه إلا بفضله وإصلي واسلم وإبارك على النبي المختار عليه أفضل الصلاة والتسليم وإن واجب العرفان يدعوني أن اتقدم بالشكر والتقدير الكبير لمشرفتي الجليلة الاستاذة الدكتورة منى مولا التي كانت لها فضل الاشراف على هذه الدراسة فكانت نعم المرشد والموجه, ولا يفوتني في هذا المقام أن اسجل كلمة شكر وعرفان الى السيد مدير شركتي التي نشأت وتطورت فيها السيد أيمن علاونة ونائبه السيد أسد الدين العلاونة لما لقيت بها من حب وتطوير, وأخص بالشكر ايضا السيد رامي الزحراوي لما لقيته من مساعده لاستكمال دراستي رغم ضغوط العمل الصعبة.

ومن الواجب أن أتقدم بالشكر والتقدير الى اضاء لجنه المناقشة والمكونة من الاستاذ الدكتور أحمد العمري والدكتور زياد زريقات لقبولهم مناقشة هذه الرسالة

وأتقدم بالشكر الى كل من انار شمعة في طريق العلم

حسن جميل غزلان

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

قائمة المختصرات

الرمز	المعنى
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
REVA	القيمة الاقتصادية المضافة المكررة
MVA	القيمة السوقية المضافة
ASE	بورصة عمان
NOPAT	صافي الربح بعد الضريبه
WACC	متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال
ROI	العائد على الاستثمار
ROE	العائد على الملكية
ROA	العائد على الاصول
EPS	الربحية للسهم
OCF	التدفق النقدي التشغيلي
BV	القيمة الدفترية
NPM	هامش صافي الربح

ملخص الدراسة

العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2009-2011, رسالة ماجستير بجامعة اليرموك, 2014.

إعداد : حسن جميل غزلان

إشراف : أ.د.منى ممدوح المولا

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والمكونة من 51 شركة ومقارنتها مع طرق القياس التقليدية والقيمة السوقية المضافة خلال الفترة الممتدة من 2009 الى 2011. وقد استخدمت الدراسة اسلوب (Panel Data Analysis) والذي تم تقديره بأسلوب الاثر العشوائي (Random Effect Model) .

وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان حيث بلغت قيمة (Z) 0.088. واظهرت النتائج ايضا على وجود علاقة بين عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان مع متغير العائد على الاصول (ROA) حيث بلغت قيمة (Z) 0.023, وكما وأظهرت النتائج على عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية المضافة (MVA) وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصه عمان.

وبناءا على النتائج المتوصل اليها أوصت الدراسة بالتركيز وعمل دراسات اردنية وعربية بشكل مكثف على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة لما لها من اهمية في تقييم اداء الشركات ومدى استثمار راس المال بفاعلية وعدم اهمال طرق القياس التقليدية في عملية اتخاذ القرار .

الكلمات المفتاحية : القيمة الاقتصادية المضافة, القيمة السوقية المضافة, العائد على الاصول, بورصة عمان, (Random Effect Model), (Panel Data Analysis).

Abstract:

The Relationship Between Economic Value Added And Stocks Returns For Industrial Companies Listed In Amman Stock Exchange During The Period: 2009-2011, Master Thesis in Yarmouk University, 2014.

Prepared: Hasan Ghozlan

Supervisor: Prof. Mona Al-Mwalla

The main objective of this study is to investigate the relationship between the Economic Value Added (EVA) and the stocks rate of return for the period from 2009 to 2011 for a sample of 51 industrial companies listed in Amman Stock Exchange (ASE). Using cross section "panel data" analysis, the random effect has been adopted based on Hausman test results.

The study found a significant and positive relationship between the EVA and the stocks rate of return where the Z value equal 0.088, the study also found a positive and significant relationship between the stocks rate of return and the return on assets (ROA) where the Z value equal 0.023. The results also show that there's no relationship between Market Value Added (MVA) and the stocks rate of return.

Finally this study recommends the researchers and corporations to do more resrarchs about the topic of the Economic Value added (EVA) because it has a signifacint role in drterming the firms value and evaluatie the firms performance, also this evaluation toole can be used to evaluate the firm efficiency in manging its own capital, without ignoring the importancy of the traditional evaluation methods.

Key words, Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Return on Assest (ROA), Amman stock exchange, Random Effect Model, Panel data analysis.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1مقدمة عامة

إن تعظيم الثروة للمساهمين تعتبر من أهم أهداف الشركات في العصر الحديث حيث إنها تفيض بالفائدة على المديرين والموظفين وخاصة إذا تم وضع نظام حوافز يتم ربطه بزيادة قيمة الشركة وبالتالي فان القرار الاستثماري الجيد هو إحدى ركائز الوصول الى ذلك الهدف . ويجب ان يكون ذلك مرتبط بهيكل تمويلي محدد يتناسب مع الربح المتولد من العمليات الاستثمارية حيث يجب احتساب الفرصة البديلة التي تمكنا من معرفة اذا هناك ربح اكبر في مجال استثماري اخر. ومن هنا اتى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة حيث كانت الشركات بحاجه الى أداة تقيس الربح الاقتصادي وهو الفرق بين الايراد الكلي والتكاليف المحاسبية والضمنية مثل الفرصه البديلة وراس المال الفكري وغيرها وليس المحاسبي الذي يحتسب فقط الفرق بين الايراد الكلي والتكاليف المحاسبيه فقط. ويكون مؤشر على وجود خلق قيمة للشركة (Value Creation) وهي عملية تهدف لزيادة ثروة المساهمين من خلال زيادة في سعر الاسهم وذلك من خلال قرارات استثمارية وتمويلية من قبل الادارة مثل توزيع الارباح وتقليل تكلفة راس المال مما ينعكس على اسعار اسهمها في السوق المالي. كما أن استخدام مثل هذا المفهوم يقلل من مشكلة الوكالة (Agency Problem) ما بين الادارة والمساهمين, وهو معيار لقياس مدى استخدام راس مال في افضل خيار استثماري او يوجد بدائل افضل بمعنى اخر أنه ياخذ بالحسبان تكلفه الفرصه البديلة. ومن رواد هذ المفهوم شركة Stern & Stewart والتي تقوم باعداد تقارير مالية دورية وذلك لخدمة الادارة المالية

وتطوير قياس الاداء للشركات, وتم تعريفهم لهذا المفهوم على انه مقياس مالي لتقدير الربح الحقيقي المرتبط بتعظيم ثروه المساهمين . وهو ايضا الفرق بين الربح التشغيلي وتكلفه راس المال المملوك والمقترض .(علي, 2010).

ووجدت دراسة (Hall, 2002) أن القيمة الاقتصادية المضافة مقياس اداء داخلي جيد لكنة مقياس خارجي ضعيف و تم التعويض عنه بالقيمة السوقية المضافة (Market Value Added). وذكرت ايضا دراسة (Geyser and Liebenberg, 2003) أن القيمة الاقتصادية المضافة مقياس اداء ممتاز واداه لخلق القيمة لكن يجب مراعاه شروط لذلك وتتمثل بـــــ:

- توليد تدفقات مالية اعلى من الاصول الموجوده دون ان يؤثر في نموها او المخاطرة فيها.
- اعادة استثمار ارباحها دون الزيادة في نسبة الخطورة.
- تقليل تكلفة تمويل اصولها دون التخفيف في عوائدها.

كما وأظهرت دراسة (شبلي, 2009) ان القيمة الاقتصادية المضافة تستطيع ان تبين الموقف التنافسي للشركة ومدى مساهمة كل فرد في العملية الانتاجية بعكس الادوات القياس التقليدية التى تهتم بالجانب المادي فقط. وذكرت ايضا دراسة (علي, 2010) أن للقيمة الاقتصادية المضافة علاقة طردية مع عوائد الاسهم اي انها تؤثر على قيمة الشركة بشكل مباشر. ومن جهة اخرى لم تلقى القيمة الاقتصادية نجاحا في بعض الدراسات مثل (Biddle,*et al*, 1998) وجدت صعوبات كثيرة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة لكثرة

البيانات المطلوبة وعمليات الحسابية الكثيرة ولم تجد اي فائدة من استخدامها بعكس الربح والذي من الممكن بناء قرارت مالية مستقبلية عليه, ووجدت ايضا دراسة (Bhattacharyya, 2000) ان معايير الاداء التقليدية افضل في صناعة القرارات المالية من القيمة الاقتصادية المضافة , وتوصلت دراسة (Irala, 2005) الى ان مقاييس الاداء التقليدية ذات فعالية اكبر من القيمة الاقتصادية المضافة للشركات الهندية .

1-2 مشكله الدراسة

إهتمت ادارة وحدات الاعمال في الأونة الاخيرة بهدف مهم وهو تحقيق القيمة لحمله الاسهم بدلا من التركيز فقط على تحقيق الربحية ويرجع ذلك الى العديد من الاسباب منها: التغيرات في بيئة الاعمال, والمنافسات المحلية والعالمية وتطورات تكنلوجيا المعلومات والاتصالات, كما ان هناك العديد من الوحدات قد حققت معدلات مرتفعة في الربحية الا ان هذه النتيجة لم تنعكس على أسعار أسهمها ويعود هذا الى تاثر مصالح المستثمرين ليس فقط بربحية الوحدة ولكن ايضا بالتغيرات في القيمة السوقية لأسهم الوحدة الامر الذي أدى الى ضرورة تبني مقاييس ملائمة لدى المستثمرين تمكنهم من التعرف على تحقيق القيمة المضافة, حيث ان مقاييس الأداء المتعارف عليها اصبحت غير فعالة في قياس وتقويم الأداء في ظل البيئة الاقتصادية الحديثة.

وتسعى هذه الدراسة الاجابة عن عده تساؤلات وهي:

- هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين معايير تقييم الاداء التقليدية وعوائد الاسهم؟

- هل من الممكن اعتبار القيم السوقية المضافة كبديل افضل من القيمة الاقتصادية المضافة؟

3-1 اهمية الدراسة

تنبع اهمية الدراسة من اهمية الموضوع وهي القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لقياس أداء الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة لاتركز فقط على الربح في تقييم أداء الشركات مثل المقاييس الأداء التقليدية بل تأخذ بألاعتبار تكلفة الفرصة البديلة وتكلفة رأس المال من جهه وأنها أداة لقياس أداء ألادارة ومدى فعاليتها من جهه أخرى.

ونظرا لندره الموضوع في الدراسات الاردنية حسب اطلاع الباحث سوف تساهم هذه الدراسة في خلق حافز لدى الباحثين في تناول دراسات مماثلة عن القيمة الاقتصادية المضافة و غيرها من المواضيع المرتبطة بهذا المفهوم .

4-1 اهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسه الى تحليل ما يلي :

- العلاقة بين القيمه الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم .

- العلاقة بين طرق القياس التقليدية والمتمثلة بـــ : (العائد على الاستثمار (ROI), والعائد على حقوق المالكين (ROE), والعائد على الاصول (ROA), والربحية للسهم (EPS), والتدفق النقدي التشغيلي (OCF), والقيمة الدفترية (BV) و هامش صافي الربح (Net Profit Margin) وعوائد الاسهم.

- العلاقة بين القيمة السوقية المضافة وعوائد الاسهم.

1-5 هيكل الدراسة

تقوم هذه الدراسة بتحليل مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة وعلاقتها مع عوائد الاسهم للشركات الصناعية الاردنية ومعايير القياس التقليدية والقيمة السوقية المضافة, ومن اجل الالمام بجميع الجوانب المتعلقة بهذا الموضوع, تم تقسيم الدراسة الى ستة فصول: الاول والذي يمثل الاطار العام للدراسة ويتضمن مشكلة الدراسة, وأهميتها, وأهدافها وهيكلها. أما الفصل الثاني فيستعرض الاطار النظري للدراسة من خلال توضيح اهم التعريفات لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة وايجابيات هذا المفهوم وسلبياته واهم المفاهيم المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة ونبذة تاريخية عن سوق عمان المالي. أما الفصل الثالث فقد اختص بتقديم الدراسات العربية والاجنبية السابقة التي تناولت نفس موضوع الدراسة الى ما يميز هذة الدراسة عن سابقتها من الدراسات وفرضيات الدراسة . بينما الفصل الرابع يتناول تعريف عينة الدراسة, ومنهجية الدراسة, والأساليب المستخدمة في التحليل ومحددات الدراسة . يتناول الفصل الخامس تحليل البيانات ومناقشة النتائج وأخيرا الفصل السادس يتضمن ملخصا لإهم النتائج وتوصيات الدراسة.

الفصل الثاني

الخلفية النظرية للدراسة

2-1 التمهيد

تم الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة بشكل رسمي عام 1996 كاداه شاملة لتقييم القرارت المالية واداة لقياس اداء الشركات من حيث مصاريف راس المال والحوافز وغيرها, والاسباب التي ادت الى الاهتمام بالقيمة الاقتصادية المضافة تتمثل بـــ :

- ان القيمة الاقتصادية المضافة ذات علاقة ايجابية قوية مع صافي القيمة الحالية حيث ان الاخيرة تعتبر من ادق واكثر الأدوات انتشارا بين الشركات .(Hasani,2012)
- تساعد القيمة الاقتصادية المضافة الادارة على فهم المعطيات والبيانات والتي من شأنها تسهل التحكم بها .(Keller, 2012).
- العلاقة الطردية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم للشركات.(Alexei,2012).
- القيمة الاقتصادية المضافة معيار ممتاز لتحديد المكافات والحوافز للمديرين (Hasani,2012).
- القيمة الاقتصادية المضافة تتوافق مع اهداف الشركات وهي تعظيم ثروة المساهمين والاستثمار.(Worthington, 2001))

- تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مقياس داخلي لنجاح الشركة من حيث تعظيم ثروة المساهمين .(Keller, 2012)

- تخفيف من حده النزاعات بين الاداره والمساهمين (Agency Problem) بحيث تقرب اهدافهما من خلال اعطاء حوافز للمدراء في حالة زيادة في ثروة المساهمين (Value Creation) . (Hasani, 2012)

- تاخذ بعين الاعتبار عند احتساب الربح الحقيقي تكلفه راس المال (المملوك والمقترض), حيث انها تشترط بأن يكون نسبة العائد اكبر من نسبة الفرصة البديلة. (Hasani,2012)

ولكنها هناك أيضا سلبيات لهذه الاداه وتتمثل بـــ:

- لاتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مناسبه دائما خاصا للشركات الحديثه التي ليست لها بيانات سنوية .(سويسي,2009)

- ترتكز على سنه مالية واحد فقط . (سويسي , 2009).

- صعوبه احتساب القيمة الاقتصادية المضافة حيث انها تحتاج لكثير من البيانات والكثير من الجهد والوقت خاصة ان كانت الفتره المطلوبه طويلة. (Hasani, 2012).

- تعتمد في حساب القيمة الاقتصادية المضافة على البيانات التاريخية فقط اي انها لاتستطيع التنبوء في المستقبل. (Hasani,2012).

2-2 عملية التقييم(Evaluation)

هي عبارة عن عملية قياس أداء إدارة الشركة وموظفيها بحيث تكفل كشف الاخطاء التي تحد من عمليه انتاجيتها والعمل على تحسين مدخلات الانتاج للحصول على مخرجات تواكب طموحات الشركة .[1]

2-2-1 الشروط التي يجب توافرها في مقاييس الاداء: [2]

1- الواقعية: حيث يجب ان يكون الوصل الى نتائج ممكنا وليس مستحيلا.

2- قابليه القياس: حيث تتيح للادراه الشركه التاكد من تحقيق اهدافها.

3- الدقة: حيث بناء على نتائج سوف تبنى عليه قرارات مصيرية للشركة.

4- المرونة: حيث يجب على عمليه التقييم ان تكون متناسبة مع كل وقت وكل نشاط.

5- الاعتدال في معايير القياس: ان كثره معايير يؤدي الى زعزه قرارات خاصه ان يمكن ان كل معيار يعطي نتائج مختلفه عن غيره.

6- تحديد فتره للقياس.

7- اختيار الجيد: يجب تحديد الادوات التي تناسب الشركه لعمليه التقييم.

وهنالك العديد من الادوات الى تقوم بعمليه تقييم الاداء وفي هذه الدراسة قد ركزت على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة لانها تعد من اهم الادوات القياس في العصر الحديث.

[1] www.wikipedia.com

[2] www.investopedia.com

3-2 أهم التعريفات القيمة الاقتصادية المضافة

اظهرت دراسة (Ramana, 2005) على انه مقياس مالي لتقدير الربح الحقيقي المرتبط بتعظيم ثروه المساهمين , وهو ايضا الفرق بين الربح التشغيلي وتكلفه راس المال (المملوك والمقترض) . وايضا عرفته دراسة (الرواشده, 17,2006) على انه معيار يشمل جميع الديون والملكية وارباح لتكلفة راس المال وهي الفرق بين الربح التشغيلي بعد الضريبة وتكلفة راس المال المستخدم , وكما وجاءت دراسة (شبلي, 140,2009) لتعريفه على انه " مقياس اقتصادي بالدرجه الاولى تم استخدامه من الحكومات لقياس الدخل القومي (اقتصاد كلي) ومن ثم تم استخدامه على الشركات الموجوده في السوق المالي (اقتصاد جزئي) " . وتم تعريفه ايضا دراسة (علي,4,2010) : انه "مقياس محاسبي لاداء التشغيلي الجاري وهو يمثل الدخل الحقيقي بعد حصول المستثمرين على الحد الادنى من العائد المطلوب الذ يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجه استثمار اموالهم ".وجاءت دراسة (Hasani,2012) لتعريفه على شكل اوسع حيث انه مقياس يحسب الربح الحقيقي بعد طرح راس المال المستخدم ويضع في الحسبان تكلفة الفرصة البديلة والقيمة الزمنية للاموال المستثمرة. وتم تعريفها من قبل (Emadzade ,*et al*,2012) على انه معيار يساعد المستثمرين في اختيار الاستثمار بما يكفل لهم افضل ربح بما يتناسب مع رأس مالهم ودرجة الخطورة , تنقسم القيمة الاقتصادية المضافة إلى ثلاثة مفاهيم والتي تتمثل بـــ :

- رأس المال (Capital): وهو مجموع النقد التي يتم حفظه في عمر المشروع الانتاجي بغض النظر عن الموارد المالية المنتجة, وهو ايضا الاموال المستثمرة داخل الشركة.

- صافي الربح بعد الضريبة (Net Operation After Tax) : ويطلق علية ايضا مصطلح (EBIAT) وهو معيار لقياس الارباح الناتجة عن عمليات استخدام القروض.

- متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (Weighted Average Cost Of Capital): وهي عملية لحساب راس المال للشركة حيث يتضمن جميع مصادر رأس المال (أسهم العادية, أسهم الممتازة, والسندات, وغيرها من ادوات الدين طويلة الامد).

2-4 أهم المفاهيم المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة:

2-4-1 القيمه السوقيه المضافة (Market Value Added)

وهي الفرق بين القيمه السوقية للشركة وراس المال الفعلي من قبل المستثمرين (Peixoto, 2002). وأتت فكرة القيمة السوقية المضافة من سلبية القيمة الاقتصادية المضافة وهي انها لا تستطيع احتساب لاكثر من سنة مالية واحدة فقط حيث ان القيمة السوقية المضافة تستطيع احتساب لاكثر من سنة مالية واحده وتمثل القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة.

ويكون احتسابها كما هو موضح ادناه:

$$MVA_{it} = EVA_{it} / (1+WACC_{it})$$

حيث أن :

EVA_{it}: القيمة الاقتصادية المضافة

$WACC_{it}$: التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال

واذا اردنا احتساب القيمة السوقية للشركة نضيف للمعادلة القيمة الدفترية لراس المال الفعلي المستثمر. (Irala,2005). ويعد مقياس القيمة السوقية المضافة مقياس خارجي للشركة بعكس القيمة الاقتصادية المضافة التي تعد مقياس داخلي للشركة (المقياسان مكملان لبعضها).

ودلت دراسة (Alexei,2012) الى ان إذا ازدادت القيمة الاقتصادية المضافة فان القيمة السوقية المضافة سوف تزداد وهذا يدل على أن الشركة تعظم من ثروتها وربحها بمعنى اخر يوجد علاقة طردية بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم.

2-4-2 القيمة المستمدة من الادارة الفعالة (Value Based Management)

وهي فلسفة تركز على تعظيم ثروة المساهمين على المدى الطويل من خلال زيادة قيمة الشركة حيث تحفز المديرين والموظفين على التفكير والعمل بما يفوق التوقعات من خلال توزيع الادارة على الكادر الوظيفي ارباح واسهم من الشركة وهذا يؤدي الى تحسين الربح والقيمة الاقتصادية للشركة, والقيمة المستمدة من الادارة الفعالة تتوافق مع القيمة لاقتصادية المضافة بان ازدياد قيمة وثروة الشركة اصلها الممارسات الادراية حيث تعمل على وضع نظام للحوافز والمكافات يكون نموذج ضغط على الموظفين والمدراءلاخراج افضل ما عندهم لحصول المساهمين على افضل ارباح .(Alexei, 2012)

وهذا المفهوم يساعد ايضا في حل مشكلة الوكالة (Agency Problem) وهي مشكلة بين ملاك الشركة والمديرين حيث ان هدف المساهمين يتمثل في تعظيم الربح وتقليل تكاليف الشركة وبالتالي زيادة في قيمة وثروة الشركة, ومن جهه اخرى فان المديرين همهم

مصالحهم الشخصية من زيادة في الرواتب واخذ قروض من الشركة او استغلال الاصول, وهذه كلها تعتبر مصاريف وتكاليف على الشركة وبالتالي سوف تنخفض قيمة الشركة لانه لا يوجد أحد يريد الاستثمار في شركة تكاليفها كثيرة.

وهذا تم اقتراح حلول لهذه المشكلة تتمثل بـــ:

- حلول تنظيمية: بان لا يسمح للمديرين بأخذ مكان في مجلس الادارة بمعنى اخر عدم المزج بين السلطة التشريعية والرقابية . ومن جهه اخرى يجب جعل عقود العمل عقود متوسطة الامد والتي تتضمن فقدان وظيفة او خصومات او عقوبات في حال تم الحاق الضرر بالمساهمين.
- حلول مالية: وهي طريقة لتحفيز المدراء باعطائهم مكافأت ووضع نظام حوافز في حال تم تعظيم ارباح الشركة وبالتالي تعظيم ثروتها.

2-4-3 القيمة النقدية المضافة (Cash Value Added)

وهي مقياس لقياس النقدية التي تولدها الشركة من خلال عملياتها التشغيلية ويتم احتسابها على أساس الفرق بين السيولة المتوقعة انتاجها والسيولة الفعلية المنتجة في فترة زمنية معينة . (Hijazi And Oskouei, 2007)

وهذا المقياس يركز في تحليلة واعطاء القرارات على النقد او السيولة الشركة على عكس القيمة الاقتصادية المضافة التي تاخذ جميع ارباح الشركة التي تتضمن ايضا الاراضي والعقارات والاسم التجاري.واما تشابة بينه وبين القيمة الاقتصادية المضافة يكون في عملية

احتسابها حيث ان القيمة النقدية المضافة = صافي التدفقات النقدية – الاهتلاك الاقتصادية – الراس المال التشغيلي . (Hijazi And Oskouei, 2007).

2-4-4 مفهوم خلق القيمة (Value Creation)

وهو من اهم المواضيع التي تم طرحها من قبل الادارة والمالكين لانها تمثل الهدف الاكبر لجميع الشركات وهي تعظيم ثروة المساهمين او زيادة ارباحهم او زياده سعر سهم الشركة وهو الهدف او الدور الاساسي للمديرين ثم ياتي بعدها الارباح والتدفقات المالية وغيرها.

وهو مصطلح يستخدم على نطاق واسع سواء اكان في خدمات الجمهور او عمليات البيع والشراء وخاصا بما يتعلق بالشركات والمساهمين والتي تهتم بالعوامل غير المالية التي من شأنها خلق قيمة للشركة على المدى البعيد.

ومع مرور الوقت تم تطوير هذا المفهوم حيث تم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة راس المال مما له من تاثير على قيمة الشركة وربحيتها ويتمثل بحجم الدين والذي من شانه التقليل من الضريبة المترتبة على الشركة من جهه وعلى راس المال المستثمر (تكلفة الفرصة البديلة) من جهه أخرى.

ومن هنا اتى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة حيث كانت الحاجة الى مقياس يبين لنا الوزن الامثل لراس مال وهل نستثمره بفاعلية او لا . ولتعظيم ثروة المساهمين حسب دراسة (Burksaitiene,2009) يجب مراعاه عده امور لتحقيقها وهي:

- زيادة التدفقات النقدية المتولدة من الاصول ويتم ذلك عن طريق تصفية الاستثمارا ت الخاسرة وتخفيف العبء الضريبي.
- زيادة معدل النمو المتوقع وذلك عن طريف تخفيض العبء الضريبي.
- زيادة في طول فترة النمو.
- تقليل تكلفة راس المال المستخدمة في نسب الخصم (Discount Cash flow) وذلك عن طريق المزيج الامثل للتمويل .

واظهرت دراسة (السعيد,2010) اهم مميزات هذا المفهوم وهي:

- استراتيجيات طويل الامد لزيادة وتعظيم القيمة الحالية للشركة.
- تأخذ بعين الاعتبار مدى الخطورة التي تتعرض لها الشركة من الاستثمار وبما يقابلة من عائد.
- حصول المساهمين على توزيعات ارباح ثابتة حيث أنها تعطي مؤشر جيد عن الشركة حيث انها تحقق ارباح مما يزيد من اسعار اسهمها وبذلك تحقيق اكبر قيمة للشركة وللمساهمين.

و أظهرت دراسة (Hasani,2012) مدى العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومفهوم تعظيم الثروة او خلق القيمة (Value Creation) وهي:

- اذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة اكبر من 1 فإن الشركة تحقق ربح وبالتالي هناك خلق للقيمة وبمعنى اخر ان راس المال يستثمر في المكان المناسب وان العائد اكبر من الفرصة البديلة.

- اذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تساوي 1 فإن الشركة لاتحقق زيادة في ثروتها ولا خسارة.

- اذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة اصغر من 1 فإن الشركة لاتحقق زيادة في ثروتها وان معدل الفرصة البديلة اكبر من العائد على راس المال.

2-4-5 الدخل المتبقي (Residual Income)

جاءت دراسة (السعيد ,2010) وعرفته على أنه المبلغ المتبقي بعد خصم جميع الالتزامات والديون على الشركة . ومن ثم جاءت دراسة (سويسي,2010) لتعرفه على أنه معيار هدفه قياس الربح بعد خصم تكلفة الاموال المستخدمة في الاستثمار وتم استخدامة لاول مرة في عشرينيات القرن الماضي, وفي تلك الفترة كانت الشركات تستخدم معيار العائد على الاستثمار في قياس كفاءة الادارات لكنة لم يكن بالمستوى المطلوب, ومن هنا اتت اهمية ظهور معيار الربح المتبقي فكانت ميزته انه يعطي الربح مبلغ وليست نسبة كعائد على الاستثمار وأنه يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال بشكلة القديم وتكلفة الفرصة البديلة .ومع تقدم الوقت واشكال التمويل فكانت الحاجة لتطوير هذا المعيار لتشهد سنة الثمانينات مولد مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة على يد شركة Stern & Stewart.

2-5 نبذة تاريخية عن سوق عمان المالي (بورصة عمان)

تأسس سوق عمان المالي (بورصة عمان) في 11 اذار 1999 كمؤسسه مستقلة لا تهدف الى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل .وتدار بورصة عمان من قبل مجلس ادارة مكون من سبعة اعضاء ويتولى ادارة ومتابعة الاعمال , وتتكون عضوية البورصة من وسطاء ماليين ووسطاء لحسابهم الشخصي واي جهات اخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الاوراق المالية.[3]

2-5-1 اهم اعمال سوق عمان المالي

تقوم بورصة عمان بتوفير انظمة الاكترونية وقاعات مجهزة بالادوات والوسائل التقنية الحديثة, ومراقبة عمليات التداول للاوراق المالي لحماية اعملاءها في السوق , كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت .

2-5-2 أهم أهداف سوق عمان المالي[4]

1- تأسيس مركز مالي وطني أاردني و الذي يضم كل من هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission), سوق الأوراق المالية (Amman Stock Exchange) ومركز ايداع الاوراق المالية (Securities Depository Center).

2- التطوير المستمر من اجل المحافظة على الدور البارز التي تحتله بورصة عمان من حيث تاسيس مكاتب, وقاعات للجمهور, ومكاتب للبنوك وغيرها.

---

3 www.ase.com

4 www.ase.com

3- احتساب أرقام قياسية وادوات مالية جديدة.

4- تثبيت القيم الجوهرية مثل العدالة, والشفافية, والتميز و الابداع.

2-5-3 انواع الاوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي[5]

بموجب قانون الاوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 فان الاوراق المالية تتمثل في:

- اسهم الشركات القابلة للتحويل والتدوال.
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- ايصالات ايداع الاوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
- اسناد القرض الصادرة عن الشركات او المؤوسسات الرسمية او العامة او البلديات.
- العقود انية التسوية والعقود الاجلة للتسوية.
- اسناد خيار المساهمة.
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.

5 www.ase.com

2-5-3 بيانات هامة عن تطور سوق عمان المالي:

الجدول رقم (2-1)

أحجام التداول القطاعية للسوق الاول والثاني 2000-2011 حسب التصنيف القطاعي الجديد

السنوات	القطاع المالي		قطاع الصناعة		قطاع الخدمات		المجموع	التغير
	القيمة السوقية	المساهمة القطاعية	القيمة السوقية	المساهمة القطاعية	القيمة السوقية	المساهمة القطاعية		
2000	138,597,051	48.16%	91,042,612	31.63%	58,156,874	20.21%	287,796,537	-250,879,283
2001	323,691,265	48.41%	256,377,393	38.34%	88,584,016	13.25%	668,652,674	185,094,214
2002	397,744,122	41.86%	451,058,259	47.47%	101,470,613	10.68%	950,272,994	74,052,857
2003	832,182,588	44.86%	819,872,983	44.19%	203,120,441	10.95%	1,855,176,012	434,438,466
2004	2,403,764,844	63.37%	1,009,541,799	26.61%	379,944,408	10.02%	3,793,251,051	1,571,582,256
2005	13,200,688,924	78.24%	2,474,442,386	14.67%	1,195,920,637	7.09%	16,871,051,947	10,796,924,080
2006	11,570,201,564	81.42%	1,697,479,173	11.95%	942,189,854	6.63%	14,209,870,591	-1,630,487,360
2007	8,779,234,370	71.10%	1,910,874,879	15.48%	1,657,992,661	13.43%	12,348,101,910	-2,790,967,194
2008	9,638,936,812	47.44%	5,256,835,871	25.87%	5,422,241,865	26.69%	20,318,014,548	859,702,442
2009	6,363,773,746	65.84%	1,270,692,520	13.15%	2,030,846,061	21.01%	9,665,312,327	-3,275,163,066
2010	4,174,112,697	62.39%	771,210,968	11.53%	1,744,663,490	26.08%	6,689,987,155	-2,189,661,049
2011	1,757,351,376	61.66%	516,894,934	18.14%	576,006,319	20.21%	2,850,252,629	-2,416,761,321

المصدر : من إعداد الباحث أعتمادا على تقارير مختلفة من بورصة عمان

يلاحظ من الجدول رقم (2-1) اعلاه أن ان حجم التداول شهد ارتفاعا خلال فترة 2000-2006 ولكنه انخفض في السنوات 2007 & 2006 ليعود ليرتفع في سنة 2008 وبعد ذلك يسجل انخفاض مستمر ويرجع السبب بذلك الى الازمة المالية العالمية التي صاحبتها انخفاض بأسعار الاسهم وحجم تداولها. وأما فيما يخص بالتوزيع القطاعي لحجم التداول فقد احتل القطاع المالي المرتبة الاولى ثم القطاع الصناعي خلال فترة 2000-2007 ولكن في فترة 2008-2011 فقد تفوق قطاع الخدمات على القطاع الصناعي.

2-6 خاتمة الفصل الثاني:

بعد استعراض الاطار النظري في هذا الفصل سوف ننتقل الى فصل جديد يتضمن الدراسات السابقة العربية والاجنبية منها وفرضيات الدراسة ايضا.

الفصل الثالث

الدراسات السابقه وفرضيات الدراسة

3-1 مقدمة

استحوذت القيمة الاقتصادية المضافة على جزء كبير من اهتمام الباحثين في العصر الحديث في دول اوروبا والولايات المتحدة الامريكية حيث قامت شركة Stern & Stewart بعمل نهضة بهذا المفهوم وغيرها من المفاهيم المرتبطة بها وحيث تبنت الكثير من الدول هذا المفهوم – القيمة الاقتصادية المضافة- منها الهند وايران وجنوب افريقيا والبرازيل وغيرها من دول العالم الثالث لاهمية الموضوع . (سويسي,2010), وعليها سوف يتم تقسيم ادبيات الدراسة الى جزئين : الجزء الاول الدراسات العربية والجزء الثاني الدراسات الاجنبية.

3-2 الدراسات العربية

هدفت دراسة (الشرقاوي ,2007) الى تحليل علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم ومدى نجاح المؤسسات في تحقيق عوائد غير عادية وذلك بالإعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة والمؤسسات التي تستخدم طرق القياس التقليدية. وتمثلت العينة من 47 شركة مدرجة في سوق الاوراق المالية المصرية في فترة امتدت 3 سنوات (2000-2003). واظهرت النتائج الى عدم وجود علاقة بين عوائد الاسهم والقيمة الاقتصادية المضافة وأن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة لا تؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة مع متوسط العوائد المحققة في السوق وتم مقارنتها بنتائج استخدام عامل مضاعف

الربحية (Earnings Multiplier) حيث اظهرت النتائج على تحقيق منفعة في استخدام الطرق المحاسبة التقليدية في توليد عوائد غير عادية.

وأما دراسة (شبلي,2009) فهدفت الى تسليط الضوء على اهمية القيمة الاقتصادية المضافة واهمية قياسها وتقييم الاداء المالي والتشغيلي والاستراتيجي في منشات الاعمال و كيفه الاستفاده منها. وقد تم استخدام الاسلوب الوصفي في تحليل القيمة الاقتصادية المضافة لذلك لم يضع فرضيه للبحث لغرض اثباتها او نفيها حيث اعتمد على بعض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع نفسه وما توفر من مصادر عربية او اجنبية, وتوصلت الدراسة الى ان مقاييس الاداء المالي التقليدي قاصرة على إمداد إدارة الشركة بالمعلومات الكافية حول موقفها الاستراتيجي والتنافسي اي انها تركز على الجانب المالي واهمال الجوانب الاخرى واهمها التشغيلي, واما القيمة الاقتصادية المضافة تقدم معلومات ضرورية لادارة الشركة حول مساهمة كل عامل من عوامل الانتاج وللعاملين للشركة وتمدهم بمقدار الاجور ومكافات التي حصلوا عليها مقابل مساهمتهم في العملية الانتاجية إضافة للمعلومات التي تقدمها للجهات الحكومية مثل الضرائب وتوصلت الدراسة أيضا ان استخدام القيمة الاقتصادية المضافة تساعد في التخلص من التناقضات التي تنشا من جراء استخدام الشركات مقاييس الاداء التقليدي.

وأتت دراسة (علي,2010) لتحليل وتوضيح الميزه الاقتصادية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة حيث انها تعد من الادوات الفعاله لتقييم النشاط الاقتصادي حيث انه مدخل اساسي جديد للقياس المالي ودوره في تحقيق القيمه لحمله الاسهم وتحسينها في الوحدات الاقتصادية. وارتكزت الدراسة على المنهج الوصفي بالاعتماد على الكتابات دات الصلة في أدبيات الموضوع واعتماد منهج تطبيقي على البيانات احدى الشركات الصناعيه في سوق

دمشق للاوراق المالية خلال فترة 2008-2007. وتوصلت الدراسة الى ان القيمة الاقتصادية تشكل المدخل اساسي للقياس المالي وليس القيمة المحاسبية حيث ان هناك علاقه طردية بين القيمة الاقتصادية المضافة وارتفاع اسعار الاسهم وان حدوث اي تغيير في قيمة الوحدة فذلك بسبب القيمة الاقتصادية المضافة.

واما دراسة (قدومي واخرون,2011) فهدفت الى التعرف على وجود علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية لاسهمها ومقارنتها مع طرق القياس التقليدية مثل العائد على الاصول والعائد على الحقوق الملكية والتدفق النقدي التشغيلي وعائد السهم الواحد والقيمة الدفترية, وتمثلت عينة الدراسة الدراسة من 40 شركة مدرجة في سوق عمان المالي لفترة (2000- 2009), وتوصلت الدراسة الى أن طرق القياس التقليدية لها القدرة تفسيرية اعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في القيمة سوقية للاسهم حيث بلغت (R^2) لها 0.826 بينما بلغت 0.171 للقيمة الاقتصادية المضافة. وتم استخدام التحليل الاحصائي لبيانات الشركات (Cross Sectional Time Series Analysis).

3-3 الدراسات الأجنبية

هدفت دراسة (Biddle,*et al*,1998) الى توضيح إذا ما كان للقيمة الاقتصادية المضافة القدرة بشكل اكبر من الارباح المستحقة على قياس قيمة الشركة وعوائد اسهمها ودرجه ارتباط أجزاء القيمة الاقتصادية المضافة فيما بينها وخاصه الوزن المرجح لتكلفه راس المال WACC, وتكونت عينة الدراسة من 219 شركة امريكية خلال الفترة من 1983- 1994 وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات, وواجهت الدراسة صعوبات في التقييم باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة بسبب صعوبة احتسابها حاجتها الى بيانات كثيرة

تلزم في التحليل وكانت نتائجها انه بإلامكان الاعتماد عليها في تقييم الشركات لكن لايمكن بناء عليها قرارات ماليه مستقبليه بينما متغير الربح يعطي مؤشرات نستطيع بناء قرارات مالية مستقبلية .

وفي دراسة (Bhattacharyya,*et al*,2000) فهدفت الى توضيح مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة على انها اصبحت من اهم المقاييس الأداء المتبعة في الولايات المتحده الامريكيه ومحاوله تطبيقها في الهند وكانت الدراسة على 100 شركة هندية خلال فترتي 1998-1999 و 1999-2000 , وتوصلت الدراسة الى انها لا تجلب شيء جديد اي انها غير مجدية وأن المعايير التقليدية التي ياخذها المديرين في الاعتبار هي الادوات الامثل في عمليه التقييم.

وفي دراسة (Worthington,*et al*,2001) فهدفت الى تقديم دراسة كاملة عن مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة والتسويات المحاسبية الى عملية احتساب القيمة الاقتصادية المضافة واعتمدت على نتائج الدراسات السابقه لتحليل وشرح هذا المفهوم, وتوصلت الدراسة الى أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة مقياس اداء داخلي جيد وخاصة على مدى السنوات الطويلة وأنه ياخذ بعين الاعتبار نظام الحوافز لدى المديرين والموظفين والذي من شانه زياده في الانتاجيه وبذلك زياده في قيمة الشركة.

ومن ثم جاءت دراسة (Peixoto,2002) لتحليل المعلومات المتعلقة بالناتج التشغيلي باستخدام صافي الدخل والقيمة الاقتصادية المضافة كادوات تقييم بالاعتماد على 39 شركة برتغالية في الفترة ما بين 1995- 1998 حيث انه لوحظ قبل هذه الفترة ان المعيار المستخدم لدى المديرين للقياس هو صافي الدخل ولكن في الفترات الاخيره لوحظ الاهتمام بشكل اكبر

بمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة وتم استخدام (Panel Data) لتحليل البيانات, وتوصلت الدراسة انه في الاعوام الاخيرة قد ازداد الاهتمام بمفهوم القيمه الاقتصاديه المضافه وذلك بسبب اهتمامها بالملكية والدين وتكلفه راس المال, وأظهرت الدراسة ايضا ان ما يميز القيمة الاقتصادية المضافة ارتباطها بالقيمة السوقية المضافة حيث انه لم يثبت ان القيمة الاقتصادية المضافة انها تتفوق على المقاييس التقليديه لكن تم اثبات فعاليه القيمة السوقية المضافة ومدى كفائتها.

وهدفت دراسة (Hall.2002) لمعالجة المسائل المتعلقة بخلق القيمة للمساهمين باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة على اساس انها افضل نماذج لقياس خلق القيمه للمستثمرين, وتم اخذ عينة من 289 شركه صناعية من سوق جنوب افريقيا المالي ومن بعد ذلك تم حذف 142 شركة فتبقى 147 شركة واظهرت النتائج أن 39 شركة فقط كانت القيمة الاقتصادية المضافة لها موجبة وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات لفتره 10 سنين (1991-2000), وتوصلت الدراسة الى ان القيمة الاقتصادية المضافة مقياس داخلي جيد لقياس خلق القيمة وتم التعويض بالقيمه السوقية المضافة على اساس انها مقياس اداء خارجي فعال بشكل كبير.

وهدفت دراسة (Geyser and Liebenberg, 2003) الى ادخال القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس أداء للجمعيات التعاونية الزراعية في جنوب افريقيا حيث تم اخذ جمعية عشوائية لسنه 2000 , وتوصلت الى ان القيمه الاقتصادية المضافة انها احدى الأدوات ذات الفعالية العالية في عملية اتخاذ القرارات ومؤشر موثوق لنمو المؤسسة في المستقبل (خلق القيمة في المستقبل), ولكن يجب مراعاه الامور التالية:

- توليد تدفقات مالية اعلى من الاصول الموجوده دون ان يؤثر في نموها او مخاطره فيها.
- اعاده في استثمار ارباحها دون زياده في نسبة الخطورة.
- تقليل تكلفه تمويل اصولها من دون تخفيف في عوائد استثماراتها.
- يجب على المديرين الالتزام بهدف خلق القيمة للمساهمين لانها عملية صعبة.

وذهبت دراسة (De Medeiros,2005) الى توضيح العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعائد الاسهم في السوق البرازيلي حيث ان هذه العلاقة اصبحت ذات اهمية في السنوات الحالية, وتم اخذ عينة من ستة شركات برازيلية خلال الفتره ما بين 1996- 1999 وقد تم استخدم نموذج الانحدار المتعدد للتحليل, وتوصلت الدراسة الى عدم وجود علاقة بين عوائد الاسهم والقيمة الاقتصادية المضافة واوعزت فشل هذه العلاقة الى صغر حجم العينة بسبب عدم توفر معلومات عن القيمة الاقتصادية المضافة لجميع الشركات.

وهدفت دراسة (De Wet,2005) لقياس العلاقة بين عوائد الاسهم وتم التعبير عنه بالقيمة السوقية المضافة وبين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الاداء التقليديه (ROA,ROE,OCF). وتكونت عينتة من 347 شركة من سوق جنوب افريقيا المالي خلال الفترة ما بين (1995-2004), وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة بين القيمة السوقية المضافة (عوائد الاسهم) والقيمة الاقتصادية المضافة لكنها ضعيفة حيث بلغت (8%) بعكس المقاييس التقليدية حيث بلغت العلاقه بينها وبين التدفق النقدي التشغيلي (38%) والعائد على الاصول (15%), وتوصلت الدراسة أيضا الى وجود علاقة سلبية بين القيمة الاقتصادية

المضافة وعوائد الاسهم (33.83%-) بعكس متغير صافي الربح والتدفق النقدي التشغيلي حيث اظهر على وجود علاقة ايجابية بينهم وبين عوائد الاسهم بنسبة (51.09%) و (96.23%) على التوالي.

وهدفت دراسة (Irala,2005) الى المقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الاداء التقليدية وتوصلت الدراسة الى ان القيمة الاقتصادية المضافة ليست افضل من الادوات التقليدية كأداه قياس للشركات الهندية على عكس ما حدث في الولايات المتحدة الامريكية, و لكنها اعطت مؤشر اخر جيد جدا حيث ان القيمة الاقتصادية المضافة تاخذ بعين الاعتبار نظام الحوافز للمديرين والموظفين مما يؤدي الى الزيادة في إنتاجية الشركة ويقلل من المشاكل ما بين الاداره والمساهمين (Agency Problem).

ومن ثم اتت دراسة (Jacobs,2006) لتقييم العلاقة بين ادوات القياس والتي تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة المكرره (REVA) والربح الاقتصادي في الفترة ما بين 1994- 1998 لشركة Infys Technologies (شركة هولندية). وقد تم استخدام معامل سبيرمان لعملية التحليل والترتيب. وتوصلت الدراسة الى ان هناك علاقة بين الربح الاقتصادي والقيمة السوقية المضافة لكنها علاقة غير قوية وايضا يوجد علاقة قوية موجبة بين القيمة السوقية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة والمكرره, وتبين ان افضل المقاييس هي القيمة السوقية المضافة لانها تبين خلق القيم للمساهمين وتبين ايضا افضلية التنافسية للشركة في السوق اي انها مقياس خارجي وداخلي.

ومن بعدها أتت دراسة (Cheremushkin,2008) حيث هدفت الى احتساب راس المال الرئيسي عن طريق الوزن المرجح لتكلفه راس المال (WACC) واحتساب راس المال المستثمر بالطريق الصحيحة لانه يعكس مدى فاعلية الشركة في ظل احتساب تكلفه البديلة في الحسبان, وتم اخذ شركة روسية كعينة للدراسة لمدة عشرة سنوات, وتوصلت الدراسة الى ان عملية احتساب قيمه الاقتصادية المضافة يجب مراعاه التكلفة البديلة ويجب التمييز بين راس المال المستثمر وراس المال الرئيسي في احتساب الوزن المرجح لتكلفة راس المال(WACC).

وهدفت دراسة (Rago,2008) الى تقديم نظرة عامة وتحليل القيمة الاقتصادية المضافة لانها تعد من اهم مقاييس الاداء المتبعة لدى الشركات, وتكون عينته من بيانات شركة Roztocki & Needy (شركة امريكية) خلال الفترة بين 1997- 1998, وتوصلت الدراسة الى ان القيمة الاقتصادية المضافة تبني نظام قوي جدا لقياس أداء المديرين والموظفين حيث انها تاخذ بعين الاعتبار المحصلة النهائية للنتائج (الارباح) وتكلفة المدخلات التي أدت الى هذه النتائج وهذا الذي يميز هذا الاداء عن باقي ادوات الاداء التقليدية.

وكما وهدفت دراسة (Panahian , *et al*,2011) لتقييم العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة المكرره (REVA) والدخل التشغيلي قبل الضريبة والتدفق النقدي في التنبؤ لدخل 56 شركة مدرجة في سوق طهران المالي في الفترة من 1996 الى 2006 ومقارنة نتائجها, وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات, وتوصلت الدراسة الى أن المعاير المحاسبية التقليدية تأخذ بعين الاعتبار لدى كثيرين من اصحاب القرار في الشركات في سوق طهران المالي وأظهرت

الدراسة على عدم قدرة كلا من القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة الاقتصادية المضافة المكرره (REVA) على التنبؤ للدخل في المستقبل ولكنها أظهرت قدرتها على تقييم المؤسسات بشكل افضل من غيرها من الادوات وشمولية المعلومات المستنبطة منها ودرجة توليد الثروة للشركات .

وهدفت ايضا دراسة (Etebar And Darabi,2011) لتقييم الشركات في سوق طهران المالي عن طريق استخدام ثلاث ادوات وهي القيمة الدفترية والقيمة الاقتصادية المضافة وراس المال الفكري وتقييم مدى توفر المعلومات في القوائم المالية عن اسهم الشركات المدرجة في سوق طهران المالي, وتكونت عينة الدراسة من 21 شركة مالية مدرجة في سوق طهران المالي المكونة من مجموعة بنوك ومؤسسات ائتمان وشركات وساطة مالية وشركات استثمار لفترة من 2003 الى2010. وتم استخدام نموذج الارتباط والانحدار لتحديد العلاقة, وتوصلت الدراسة الى انه لايوجد فروق كبيرة في النتائج بأستخدام طرق القياس التقليدية او القيمة الاقتصادية المضافة في التغير الحاصل للقيمة السوقية للشركات لكنها تكون شاملة وذات كفاءه اكثر عند استخدام القيمة الاقتصادية المضافة لانها تأخذ بعين الاعتبار راس المال الفكري.

وهدفت دراسة (Khan, *et al*,2012) لقياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم ومقارنتها مع صافي الربح (NI) والتدفق النقدي التشغيلي (OCF) . وتكونت عينته من 60 شركة في سوق كراتشي المالي لمدة سبعه سنوات (2004–2010) واستخدم نموذج (Cross Sectional Data) لتحليل البيانات, وتوصلت الدراسة الى عدم مقدرة القيمة الاقتصادية المضافة التوقع لعوائد الاسهم بعكس التدفق النقدي التشغيلي (OCF) وصافي

الدخل (Net Income), وأظهرت الدراسة أيضا على وجود علاقة سلبية بين القيمة الاقتصادية المضافة وصافي الدخل (Net Income).

اما دراسة (Alexei,2012) فقد اهتمت بمفهوم Value Based Management وهي فلسفة تقوم تعظيم ثروة المساهمين في المدى الطويل من خلال خلق القيمة للشركة عند المديرين والموظفين من خلال جعلهم ملاك في شركة وتجبرهم على العمل لزياده الانتاجية حيث تم استخدام القيمة الاقتصادية المضافة لشرح وتحليل هذا المفهوم وتم اخذ شركة عشوائية للفترة ما بين 2006-2010 , وتوصلت الدراسة الى ان القيمة الاقتصادية المضافة مقياس جيد لكن يجب ان يتم تحديد كيفية الاستفادة منه كمؤشر داخلي و خارجي وانها ايضا مؤشر ليس معصوما عن الخطا اي يجب عدم اتخاذ القرار اعتمادا على مؤشر واحد فقط بل يجب اخذ جميع الاحتمالات.

ومن ثم اتت دراسة (Haddad,2012) لتهدف الى تقييم العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الاصول والعائد على الملكية ونسبه راس المال الكافي مع عوائد الاسهم وتوضيح تاثير القيمة الاقتصادية المضافة في تطوير الاسواق المالية مثل سوق عمان المالي وخاصه قطاع البنوك. وتكونت عينه الدراسة من 15 بنك مدرج في سوق عمان المالي لفترة 2000- 2009. وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتفسير هذه العلاقة, وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية ايجابية بين عوائد الاسهم والقيمة الاقتصادية المضافة وعدم وجود هذه العلاقة بين العائد على الملكية والعائد على الاصول ونسبة راس المال الكافي وبين عوائد الاسهم.

وهدفت دراسة (Hasani,2012) لتوضيح العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وطرق القياس التقليدية (العائد على الاستثمار(ROI) والربحية (EP) وربحية كل سهم(EPS) والعائد على الملكية (ROE)) المعتمدة على الربح المحاسبي والتغير في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق طهران المالي. حيث شملت الدراسة 70 شركة مالية مدرجه في سوق طهران المالي في الفترة ما بين 2006 الى 2011. وتم استخدام معامل بيرسون ونموذج الانحدار المتعدد لتحديد نوع وقوة العلاقة, وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية ايجابية بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الاستثمار والربحية وربحية كل سهم والتغير في القيمة السوقية للشركات في سوق طهران المالي وعدم وجود هذه العلاقة مع العائد على الملكية.

و اتت دراسة (Emadzade,*et al*,2012) لتهدفت الى دراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة واسهم الشركة الوطنية للنحاس في سوق طهران المالي والناتج الحقيقي له في الفترة من 2006 الى 2010. وقد تم استخدام معامل بيرسون لتحديد هذه العلاقة لتحليل البيانات, وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة والناتج الحقيقي والربحية لاسهم الشركه الوطنية للنحاس في الفترة ما بين 2006– 2009.

وهدفت دراسة (Fernandes,2013) لاختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة و صافي الربح بعد الضريبة (NOPAT) ومتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC). وتكونت عينته من 582 شركة امريكية لمدة عشرة سنوات وتم استخدام نموذج الانحدار الخطي لتحليل البيانات. وتوصلت الدراسة الى ان 296 شركة كانت

العلاقة بين القيمة السوقية المضافة وصافي الربح بعد الضريبه اكبر من العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة, ومن جهه اخرى اظهرت نتائج الدراسة ان 210 شركات وجدت ان هنالك علاقة سلبية بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة.

وهدفت أيضا دراسة (Panahi, *et al*,2014) قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وعوائد الاسهم ومقارنتها مع طرق القياس التقليدية. وتكونت عينة الدراسة من 40 شركة مدرجة في سوق طهران المالي, وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات, وتوصلت الدراسة على وجود علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم, ووجود علاقة بين القيمة السوقية المضافة وعوائد الاسهم, وكما أوصت الدراسة على التركيز علي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في تقييم الأداء المؤسسي.

- **ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة**

بعد استعراض الأدبيات المتعلقة بالموضوع , يتضح لنا ان استخدام القيمة الاقتصادية المضافة تختلف نتائجها من دولة لأخرى, ومن حجم عينة, وكمية البيانات المتحصلة, وايضا اتضح ان اغلب الدراسات التي تناولت هذا الموضوع دراسات اجنبية , وايضا قلة الدراسات العربية خاصة الاردنية (حسب اطلاع الباحث) التي تناولت نفس الموضوع, واتكزت هذه الدراسة على الشركات الصناعية في الاردن بسبب اهمية هذا القطاع في الاقتصاد وبإعتباره في حاجة دائمة لمقاييس ترشدة لكيفية التمويل الامثل وقياس اداء الادراة وخلق القيمة لهذا القطاع .

3-4 فرضيات الدراسة:

تقوم الدراسة بإختبار الفرضيات التالية :

الفرضيه الاولى (H1) : توجد علاقه ذات دلاله احصائيه بين القيمه الاقتصادية المضافة و عوائد الاسهم.

الفرضيه الثانيه (H2) : توجد علاقه ذات دلاله احصائية بين طرق القياس التقليدية و عوائد الاسهم .

الفرضيه الثالثه (H3) : استخدام القيمة السوقية المضافة تعطي نتائج افضل من القيمة الاقتصادية المضافة.

3-5 خاتمة الفصل الثالث

استعرض في هذا الفصل اهم الدراسات على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة في مختلف الدراسات سواء العربية او الاجنبية, وأيضا فرضيات الدراسة, ويظهر الفصل التالي منهجية الدراسة الحالية, متضمنا نماذج الدراسة التي تهدف الى اختبار القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

4-1 مقدمة

يوضح هذا الفصل المنهجية المتبعة في تحليل اهداف الدراسة حيث نستعرض في هذا الجزء من الدراسة بتعريف مجتمع وعينة الدراسة, وتحديد ألاساليب المتبعة في جمع البيانات, وتوضيح نماذج الدراسة, والتعريف بمتغيرات الدراسة وطرق قياسها, وأهم الأساليب الاحصائية المتبعة في تحليل البيانات و محددات الدراسة.

4-2 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي والتي يبلغ عددها 75 شركة وتم استبعاد 24 شركة لعدم التوفر بيانات كافية لتغطي فترة الدراسة الممتده من 2009 الى 2011. وهذا وقد تم اتباع المعايير التالية لتحديد عينة الدراسة والمتمثلة بـــ:

- أن تتوفر لها جميع البيانات المطلوبة.
- ان لا تكون الشركة قد توقفت عن العمل في فترة الدراسة.
- ان لا تكون الشركة قد اندمجت مع شركة اخرى في فترة الدراسة.
- ان تكون الشركة ضمن القطاع الصناعي.

3-4 بيانات الدراسة, طرق جمعها وأساليب تحليها المستخدمة

تم جمع البيانات من المصادر الثانوية فقد تم جمعها من التقارير السنوية لقوائم التدفقات النقدية والميزانية العمومية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة الزمنية الممتدة من 2009 الى 2011.

ولتحقيق اهداف الدراسة تم استخدام العديد من طرق التحليل والاختبارات حيث تم استخدام اسلوب (Panel Data Analysis) لتقدير معاملات الانحدار, واختبار الفرضيات, وتم استخدام اختبارات الانحدار المتعدد (Multiple Regression analysis) لتحديد العلاقة بين المتغير التابع ومجموعة من المتغيرات المستقلة, اضافة الى قياس درجة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع.

وتم استخدام اختبار (Hausman Test) لتحديد اي الاسلوب القياسي الامثل لبيانات الدراسة وتتمثل بـــــــــــ: أسلوب الاثر الثابت (Fixed Effect Model) وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model).

وتم استخدام طرق الفحص (Diagnostic test) مثل (T–Test) لقياس الاهمية الاحصائية لمتغيرات الدراسة واستخدام (F–Test) لقياس صلاحية النموذج, واستخدام اختبار مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity), ويستند هذا الاختبار على طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) لانحدار الاخطاء تحت الفرضية العدمية بان تباين الخطأ متجانس.

4-4 نموذج الدراسة

لإختبار الفرضيات التي تقوم عليها هذه الدراسة تم الاستناد لدراسة (قدومي وأخرون, 2011) وتم أضافة متغيران وهما (MVA, ROI) ولذلك لاخذ اكبر عدد ممكن من مقاييس ألاداء التي من شأنها تعطي نتائج ذات أهمية لهذه الدراسة وبذلك تكون لنا نموذجين , حيث يمثل النموذج الاول العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة , طرق القياس التقليدية و عوائد الاسهم كما هو موضح ادناه :

$$AR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EVA_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 ROE_{it} + \alpha_4 ROI_{it} + \alpha_5 EPS_{it} + \alpha_6 BV_{it} + \alpha_7 NPM_{it} + \alpha_8 CFO_{it} + e_{it} \ldots\ldots (1)$$

حيث أن:

AR_{it}: عائد السهم للشركة i في سنة t.

EVA_{it}: القيمة الاقتصادية المضافة لشركة i في سنة t.

ROA_{it}: العائد على الاصول في شركة i لسنة t.

ROE_{it} : العائد على الملكية في شركة i لسنة t.

ROI_{it} : العائد على الاستثمار في شركة i لسنة t.

EPS_{it} : ربحية السهم في شركة i لسنة t.

BV_{it} : القيمة الدفترية في شركة i لسنة t.

NPM_{it} : صافي هامش الربح في شركة i لسنة t.

CFO_{ab} : صافي التدفقات النقدية في شركة i لسنة t.

α_{it}: الثابت (constant).

e_{it}: مصطلح الخطا (error).

أما النموذج الثاني فيمثل العلاقة بين القيمة السوقية المضافة, وطرق القياس التقليدية وعوائد الاسهم كما هو موضح ادناه:

$$AR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MVA_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 ROE_{it} + \alpha_4 ROI_{it} + \alpha_5 EPS_{it} + \alpha_6 BV_{it} + \alpha_7 NPM_{it} + \alpha_8 CFO_{it} + e_{it} \ldots\ldots(2)$$

حيث أن :

MVA_{it} : القيمة السوقية المضافة لشركة i في سنة t.

4-5 التعريف بمتغيرات الدراسة:

4-5-1 المتغير التابع

عائد السهم: حيث تم احتسابه على اساس الفرق بين السعر الاغلاق السنوي للسهم في في بورصة عمان للشركات الصناعية.

4-5-2 المتغيرات المستقلة

- القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added): يعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة من اكثر المقاييس انتشارا وبالرغم من شيوع مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة في الفكر الاقتصادي من العصر الكلاسيكي.(علي، 2010)

وتم الاعتماد في احتساب القيمة الاقتصادية المضافة حسب النوذج ادناه (Brigham and Ehrhardt, 2007):

$$EVA_{it}=NOPAT_{it}-(WACC_{it}*Capital\ Invested)$$

$$NOPAT_{it}=Operation\ profit*(1-Tax\ Rate)$$

حيث ان:

EVA_{it}: القيمة الاقتصادية المضافة لشركة i لسنة t.

$NOPAT_{it}$: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة لشركة i لسنة t.

$WACC_{it}$: التكلفة المرجحة لراس المال لشركة i لسنة t.

وتم احتساب تكلفة راس المال المرجحة (WACC) حسب النموذج ادناه (Brigham and Ehrhardt, 2007):

$$WACC_{it} = Kd_{it}*Wd_{it}\ (1-T)\ +Ke_{it}*We_{it}$$

حيث ان :

Kd_{it}: معدل كلفة الديون لشركة i لسنة t.

Wd_{it}: الوزن النسبي للديون في الهيكل التمويلي لشركة i لسنة t.

T: نسبة الضريبة

Ke_{it}: معدل كلفة الاسهم لشركة i لسنة t.

We_{it}: الوزن النسبي للاسهم في الهيكل التمويلي لشركة i لسنة t.

ولحساب معدل كلفة حقوق الملكية (Ke) للشركات فقد تم الاعتماد على نموذج CAPM كما يلي:

$$Ke_{it}=Rfr+B(Km-Rfr)$$

حيث ان:

Rfr : معدل الفائدة على اذونات الخزينة.

B : معدل الانحدار بين عوائد الاسهم وعائد سوق عمان المالي.

Km : متوسط عائد سوق عمان المالي.

وتم الاعتمادالمعادلة التالية لحساب قيمة بيتا (B) كما هو موضح ادناه:

$$\beta_a = \frac{\mathrm{Cov}(r_a, r_b)}{\mathrm{Var}(r_b)},$$

حيث أن:

COV (r_a, r_b): معدل التباين بين عائد السهم وعائد سوق عمان المالي.

VAR (r_a): معدل تبياين في عوائد سوق عمان المالي.

وهذا علما بأنه تم احتساب القيمة الاقتصادية المضافة لجميع الشركات محل الدراسة بهذه الطريقة خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2009 الى 2011.

- العائد على الاستثمار (Return on Investment): نسبه الربح او الخساره الناتجه عن الاستثمار بالمقارنه مع المبلغ المستثمر نفسه.

- العائد على حقوق الملكية (Return On Equity): هو صافي الدخل العائد كنسبه من حقوق المساهمين ويقيس ربحية الشركة بناءا على المبلغ المستثمر من حصص المساهمين.

- العائد على الاصول (Return on Assets): هو مؤشر على ربحية الشركة بالنسبة لاصولها, حيث يعطي فكرة على مدى كفاءه الادارة في استخدام اصولها لتوليد الارباح.

- ربحيه السهم (Earnings Per Share): نسبة من أرباح الشركة المخصصة للاسهم العادية, وهو مؤشر على ربحية الشركة.

- التدفق النقدي التشغيلي (Operating Cash Flow): هو مقياس لكمية النقد المتولدة من العمليات التجارية للشركة حيث يشير اذا ما كان هذا النقد يكفي لتكلفه عملياتها او بحاجه الى تمويل خارجي.

- القيمة الدفترية (Book Value): هي السعر الذي يمكن الحصول عليه من بيع اصل او تسوية الالتزام.

- هامش صافي الربح (Net Profit Margin): هو مقياس لمقدار صافي الربح المتحقق بعد الفؤاد والضرائب عن كل دينار من صافي الايردات, ويشير الى مدى مقدرة الشركة على السيطرة على تكاليفها.

4-6 محددات الدراسة:

وفي الختام نستعرض لكم اهم المعوقات التي واجهها الباحث عند جمع وتحليل البيانات :

- اقتصار هذه الدراسة فقط على القطاع الصناعي والسبب بذلك أن البيانات المتوفرة بشكل شبه كامل للقطاع الصناعي.
- تم استخدام البيانات والارقام من بورصة عمان من دون احداث تغيير عليها مما قد يؤثر في صحة البيانات.

4-7 خاتمة الفصل الرابع

في هذا الفصل تم استعراض مجتمع وعينة الدراسة وطرق تحليل البيانات وتم التعرف ايضا على متغيرات الدراسة التي سوف تكون محل التحليل في الفصل الخامس.

الفصل الخامس

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

5-1 المقدمة

يوضح هذا الفصل من الدراسة نتائج علاقة القيمة الاقتصادية المضافة والمقاييس المحاسبية التقليدية والقيمة السوقية المضافة مع عوائد الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وذلك باستخدام نماذج الاقتصاد القياسي لتقدير معادلات الانحدار المستخدمة في هذه الدراسة واستخدام اختبار (Hausman Test) لتقدير معاملات الدراسة وتتمثل في : أسلوب الاثر الثابت (Fixed Effect Model) وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model).

وسنستعرض ايضا التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة مثل الانحرافات المعيارية و المتوسطات والمشاكل الاحصائية وطرق علاجها واختبارات نماذج الدراسة.

5-2 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح هذا التحليل أهم الاحصاءات الوصفية المتمثلة في الانحرافات المعيارية والمتوسطات الحسابية وأعلى قيمة وأدنى قيمة وعدد المشاهدات للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (5-1)

نتائج التحليل الوصفي

المتغير	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الحد الادنى للقيمة	الحد الاعلى للقيمة
عائد السهم (Return)	153	−0.0874	0.2747	−0.5537	0.5376
القيمة الاقتصادية المضافة	153	−0.2021	2.3758	−5.2867	6.4389
القيمة السوقية المضافة	153	−0.1711	2.2224	−5.3611	6.6802
العائد على الاصول	153	0.0109	0.0748	−.13	0.1584
العائد على الملكية	153	−0.0370	0.1708	−0.4963	0.1966
العائد على الاستثمار	153	0.3407	0.5505	−0.622	2.557
هامش صافي الربح	153	−0.1012	0.3607	−1.243	0.2027
القيمة الدفترية	153	1.34	0.7032	0.38	2.97
ربحية السهم	153	0.0439	0.2364	−0.27	0.76
تدفق النقد التشغيلي	153	5.7590	65.329	−54.2966	787.2156

ويوضح الجدول رقم (1-5) اعلاه أن اعلى قيمة لمتغير العائد الاسهم هي (0.5376) وادنى قيمة (0.5537-) وأن الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير عائد الاسهم (0.0874-) (0.2747) على التوالي.

واما اعلى قيمة لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة فكانت (6.4389) وادنى قيمة (-5.2867) , وبلغ الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة (-0.2021) و (2.3758) على التوالي.

وبلغت أعلى قيمة لمتغير القيمة السوقية المضافة (6.6802) وأدنى قيمة (5.3611-) , وبلغ المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لنفس المتغير (0.17111-) و(2.2224) على التوالي.

وجائت اعلى قيمة لمتغير العائد على الاصول (0.1584) وادنى قيمة (0.13-) , وبلغ الوسط الحسابي والانحراف المعياري لهذا المتغير (0.0109) و (0.0748) على التوالي.

وأما متغير العائد على الملكية فبلغت اعلى وادنى قيمة له (0.1966) و (0.4963-) على التوالي, وبلغ الوسط الحسابي (0.0370-) والانحراف المعياري (0.1708).

وبلغت اعلى قيمة وادنى قيمة لمتغير العائد على الاستثمار (2.557) (0.662-) على التوالي, وفيما بلغ الوسط الحسابي (0.3407) و الانحراف المعياري (0.5505).

فيما بلغت اعلى قيمة لمتغير هامش صافي الربح (0.2027) و ادنى قيمة (1.243-) , وبلغ الوسط الحسابي والانحراف المعياري (1012.-) (0.3607) على التوالي.

وأما متغير القيمة الدفترية فبلغت اعلى قيمة وادنى قيمة لها (2.97) (0.38) على التوالي, وبلغ كلا من الوسط الحسابي والانحراف المعياري (1.34) (0.7032) على التوالي.

وجائت اعلى قيمة وادنى قيمة لمتغير ربحية السهم (0.76) (0.27−) على التوالي, وبلغ الوسط الحسابي (0.0439) والانحراف المعياري (0.2364).

وبلغت اعلى قيمة لمتغير تدفق النقد التشغيلي (787.2156) وادنى قيمة (54.2966−), وبلغ كلا من الوسط الحسابي والانحراف المعياري (5.759) (65.329) على التوالي.

ومن الملاحظ ايضا في الجدول رقم (5−1) ان المتوسط الحسابي لبعض المتغيرات مثل عائد السهم, والقيمة الاقتصادية المضافة, والقيمة السوقية المضافة, والعائد على الملكية وهامش صافي الربح سالبه وقد يعود السبب بذلك الى تداعيات ألازمة المالية العالمية التي صاحبتها إنخفاض في أسعار الاسهم ومما أدى ذلك الى انخفاض في حجم تداول الاسهم الناتج عن إنخفاض الطلب على السهم.

5−2−1 اختبار معامل ارتباط بيرسون

الجدول رقم (5−2)

معامل ارتباط بيرسون

	EVA	ROA	ROE	ROI	PM	BV	EPS	OCF
EVA	1							
ROA	0.04	1						
ROE	0.02	0.83	1					
ROI	0.10	0.39	0.37	1				
PM	0.03	0.73	0.73	0.28	1			
BV	0.06	0.62	0.6	0.31	0.51	1		
EPS	0.09	0.84	0.72	0.36	0.52	0.7	1	
OCF	-0.03	0.04	0.03	0.21	0.5	0.06	0.02	1

يشير الجدول رقم (5-2) الى قيم معامل ارتباط بيرسون ما بين المتغيرات المستقلة, ويلاحظ من الجدول المشار اليه وجود علاقة ارتباط قوية ما بين متغيري (ROA), (ROE), و(PM), وذلك يعود الى طريقة احتساب هذه المتغيرات حيث ان هنالك عامل مشترك ما بينهم والذي هو صافي الربح.

5-3 المشاكل الاحصائية وطرق علاجها

لقد قام الباحث باختبار مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity), ويستند هذا الاختبار على طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) لانحدار الاخطاء الفرضية العدمية بان تباين الخطأ متجانس. وأظهرت نتائج هذا الاختبار بأن هذه الدراسة لاتعاني من هذة المشكلة حيث اظهرت نتائج اختبار (Chi-Square) غير دال احصائيا كما هو موضح ادناه:

Chi2 (1) = 0.52 Prob Chi 2 = 0.4694

وعليه قبول فرضية العدم التي تنص بأن تباين الخطأ متجانس.

5-4 نتائج تحليل الانحدارالمشترك

في هذا الجزء تم استخدام اختبار (Hausman) لاختيار النموذج الافضل للتحليل المتمثلة في اسلوبان وهما أسلوب الاثر الثابت (Fixed Effect Model) , وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model), واظهرت نتائج كما هو مبين ادناه بأن استخدام أسلوب الأثر العشوائي هو الافضل لغايات فحص الفرضيات:

Chi 2 = 3.10 Prob chi 2 = 0.9276

5-4-1 نتائج تحليل نموذج الدراسة الاول

تتعلق نتائج هذا الجزء من التحليل بنموذج الدراسة رقم (1) والذي يهدف الى اختبار العلاقة بين عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والقيمة الاقتصادية المضافة وطرق القياس التقليدية كما هو موضح في الجدول رقم (5-3).

الجدول رقم (5-3)

نتائج تحليل نموذج الدراسة رقم (1)

المتغير	T	Coef	Z <Pro value	R^2 (معامل التحديد)
القيمة الاقتصادية المضافة **	1.71	0.0128	0.088	0.163
العائد على الاصول **	2.28	1.522	0.023	
العائد على الملكية	-0.28	-0.0719	0.779	
العائد على الاستثمار	0.28	0.0122	0.781	
هامش صافي الربح	-0.01	-0.0006	0.994	
القيمة الدفترية	-1.00	-0.0517	0.317	
ربحية السهم	0.42	0.0000	0.673	
تدفق النقد التشغيلي	0.36	-0.0479	0.715	

** ذا دلاله احصائية عند مستوى الدلاله اقل او يساوي 0.10

اظهرت نتائج التحليل الاحصائي في الجدول رقم (5-3) اعلاه على القدرة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة والطرق القياس التقليدية و عوائد الاسهم بنسبة (0.163), كما

واظهرت النتائج التحليل الاحصائي وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة عند مستوى الدلالة Z=0.088 ووجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية لمتغير العائد على الاصول عند مستوى الدلالة Z=0.023 . وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Alexei, 2012) جيث توصلت دراسته أــنه من الخطا الأعتماد على مقياس القيمة الاقتصادية فقط ولكن يجب الاعتماد ايضا على طرق القياس التقليدية بجانب القيمة الاقتصادية المضافة.

وفي ضوء ما سبق تم قبول الفرضية (H1) والتي تنص على وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وتتفق هذة النتيجة مع دراسة (Hasani,2012) ودراسة (Haddad,2012) و دراسة (قدومي واخرون , 2011) وتتوافق ايضا مع دراسة (Emadzade,2012) حيث أظهرت أن القيمة الاقتصادية المضافة ذات دلالة احصائية. ولم تتفق هذه النتائج مع كل من دراسة, (Baddle,*et al*,1998), (الشرقاوي,2007), ودراسة (Panahian,*et al*,2011) حيث اظهرت نتائج دراساتهم على عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين عائد الاسهم والقيمة الاقتصادية المضافة ولكن اظهرت دراستهم على فعالية مقاييس الاداء التقليدية . ونستنتج في ضوء مما سبق ايضا قبول الفرضية (H2) والتي تنص على وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين طرق القياس التقليدية وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وتتفق هذة النتيجة مع دراسة (Bahattacharyya, *et al*,2000), دراسة (Irala,2005) و مع دراسة (قدومي وأخرون,2011) من حيث وجود علاقة بين متغير العائد على لاصول وعوائد الاسهم, ولكنها اختلفت معها فيما يتعلق بباقي المتغيرات.

واظهرت دراسة (قدومي و اخرون ,2011) وجود علاقة مع كل من العائد على الملكية, وربحية السهم, والتدفق النقدي التشغيلي, والقيمة الدفترية, واختلفت ايضا مع دراسة (Rago,2008) و دراسة (شبلي ,2009), حيث توصلت نتائجهم الى عدم وجود علاقة بين مقاييس الاداء التقليدي وعوائد الاسهم.

5-4-2 نتائج تحليل نموذج الدراسة الثاني

تتعلق نتائج هذا الجزء من التحليل بنموذج الدراسة رقم (2) والذي يهدف الى اختبار العلاقة بين عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والقيمة السوقية المضافة وطرق القياس التقليدية.

الجدول رقم (5-4)

نتائج تحليل نموذج الدراسة رقم (2)

المتغير	T	Coef	Z value<Pro	R^2
القيمة السوقية المضافة	1.34	0.012	0.18	0.1619
****العائد على الاصول**	2	1.5364	0.046	
العائد على الملكية	-0.33	-0.08	0.741	
العائد على الاستثمار	0.28	0.0124	0.783	
هامش صافي الربح	-0.03	-0.003	0.972	
القيمة الدفترية	-1.07	-0.051	0.285	
ربحية السهم	0.49	0.1019	0.625	
تدفق النقد التشغيلي	0.20	0.0006	0.838	

**** ذا دلالة احصائيا عند مستوى الدلالة اقل او يساوي 0.10**

ونلاحظ من نتائج التحليل الاحصائي من الجدول رقم (5-4) اعلاه على القدرة التفسيرية للقيمة السوقية المضافة والطرق القياس التقليدية و عوائد الاسهم والتي بلغت (0. 1619), وهي نسبة أقل من النموذج الاول. وأظهرت نتائج التحليل أن متغير العائد على الاصول المتغير الوحيد ذا دلالة احصائية بنسبة (0.046) وعليه بأن اي تغير بنسبة (1%) في العائد على الاصول يصحبه تغير بما قيمته (1.5364) , وأما باقي المتغيرات فلا يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بينهم وبين عائد الاسهم. وفي ضوء مما سبق تم رفض الفرضية (H3) والتي تنص على أن استخدام القيمة السوقية المضافة تعطي نتائج افضل من القيمة السوقية المضافة. واختلفت هذه النتيجة مع دراسة (Peixoto,2002) و مع دراسة (Hall, 2002) حيث أظهرت نتائج دراساتهم على أن القيمة السوقية المضافة افضل وأشمل من القيمة الاقتصادية المضافة.

5-5 ملخص نتائج اختبار الفرضيات

نصت الفرضية الاولى على وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي وبالإعتماد على التحليل الاحصائي الموضح في الجدول رقم (5-3) تبين وجود علاقة ذات دلالة احصائية ايجابية وعلية تم قبول فرضية الاولى (H1).

اما الفرضية الثانية والتي نصت على وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين طرق القياس التقليدية وعائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي وبأعتماد على التحليل الاحصائي الموضح في الجدول رقم (5-3) والجدول رقم (5-4) حيث تبين وجود علاقة ذات دلالة احصائية فقط لمتغير العائد على الاصول واما لبقية المتغيرات (العائد

على الملكية, والعائد على الاستثمار, وهامش الربح, والقيمة الدفترية, وربحية السهم, وتدفق النقد التشغيلي) فلا يوجد علاقة بينهم وبين عوائد الاسهم للشركات الصناعية , وعليه تم قبول فرضية الثانية (H2).

وكما نصت الفرضية الثالثة على أن استخدام القيمة السوقية المضافة تعطي نتائج افضل من القيمة الاقتصادية المضافة .وباعتماد على التحليل الاحصائي الموضح في جدول (5-4) تبين عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية المضافة وعوائد الاسهم وعليه فان القيمة الاقتصادية المضافة اداة قياس ومعيار أفضل من القيمة السوقية المضافة, وعليه تم رفض فرضية الثالثة .(H3)

5-6 خاتمة الفصل الخامس

يوضح هذا الفصل النتائج التي توافقت مع الدراسات السابقة والنتائج التي اختلفت نتائجها مع الدراسات السابقة فيما يتعلق بالقيمة الاقتصادية المضافة وطرق القياس التقليدية القيمة السوقية المضافة وعوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان , لياتي الفصل السادس لتوضيح اهم النتائج الدراسة والتوصيات.

الفصل السادس

النتائج والاستنتاجات والتوصيات

6-1 مقدمة

هدفت هذه الدراسة لتحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وادوات القياس التقليدية وبين عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ما بين 2009-2011, وذلك بإستخدام نموذج الانحدار المتعدد (Panel Data Analysis).

حيث يستعرض هذا الفصل أهم نتائج التحليل, مع أهم التوصيات المقترحة قد تفيد اطراف معينة.

6-2 النتائج والاستنتاجات

- اظهرت نتائج التحليل الاحصائي بأن القيمة الاقتصادية المضافة ذات دلالة احصائية مع التغير الحاصل في عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان حيث بلغت (0.088). وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Biddle,*et al*,1998) حيث اظهرت هذه الدراسة على وجود علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم وامكانية الاعتماد عليها في تفسير التغير في قيمة الشركات, وتوافقت أيضا مع دراسة (Sandias,*et al*,2000) حيث اظهرت على فعالية القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم اداء الشركات, ولكنها اختلفت مع كل من دراسة (Bhattacharyya,*et al*,2000),

ودراسة (Peixoto,2002) حيث توصلت تلك الدراسات على ان القيمة الاقتصادية المضافة لم تجلب الشي الجديد وانها ليس لها علاقة مع قيمة للشركات.

- اظهرت النتائج ايضا على عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين طرق القياس التقليدية والتغير في عوائد الاسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان باستثناء العائد على الاصول حيث بلغت قيمة Z في النموذج الاول والثاني (0.023) (0.046) على التوالي, وتتفق مع هذة النتيجة مع دراسة (Irala,2005), ودراسة (Panahian, Etal,2011), حيث توصلت هذه الدراسات على علاقة بين طرق القياس التقليدية وتغير الحاصل في عوائد الاسهم , ولكنها اختلفت مع دراسة (Peixoto,2002), (Haddad,2012) حيث اثبتت هذه الدراسات على عدم وجود هذه العلاقة.

- كما واشارت النتائج على أفضلية للقيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية المضافة ويرجع ذلك عدم وجود اسباب اوعوامل معينة تحدد بالضبط قيمة الشركة السوقية حيث أظهرت نتائج هذه الدراسة على عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية المضافة وعوائد الاسهم بعكس القيمة الاقتصادية المضافة حيث بلغت قيمة (Z) 0.088.

- نستنتج من نتائج هذه الدراسة على مقدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المؤسسي أفضل من طرق القياس التقليدية حيث أنها تضع نظام حوافز للمديرين وللموظفين لزيادة الإنتاجية وتحقيق قيمة أكبر للشركة.

- ونستنتج أيضا على فاعلية مقدرة القيمة الاقتصادية المضافة في تعظيم ثروة الشركة حيث أنها تشترط أن يكون العائد أكبر من تكلفة الفرصة البديلة (opportunity Cost), بعكس

باقي المتغيرات المأخوذة بالدراسة حيث أنه يشترط فقط تحقيق ربح من العملية الاستثمارية.

6-3 التوصيات:

على ضوء النتئج المستخلصة من هذه الدراسة تم التوصل الى التوصيات التالية:

- يجب التركيز بشكل اكبر على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة لما له من اهمية في تقييم اداء الادارات حيث ل اتوجد ابحاث كثيرة عن في المجتمع العربي من جهه وفي الاردن من جهة أخرى.
- عدم الاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة لوحدها ويجب ايضا الاعتماد معها على الطرق القياس التقليدية.
- العمل على تطوير هذا النوع من الدراسات بإضافة متغيرات اخرى لها امكانية على اخراج نتائج اخرى مثل: (معدل الدخل الفرد, والتضخم, والناتج القومي).

6-4 خاتمة الفصل السادس

استعرض هذا الفصل أهم النتائج والاستنتاجات التي توصلت لها هذه الدراسة, والتي لخصتها بأن القيمة الاقتصادية المضافة وطرق القياس التقليدية لهما علاقة مع عوائد الاسهم, ولذلك اوصت بعمل مزيد من الدراسات بمتغيرات جديده لتستفيد منها الشركات والمؤسسات لعمليةلتقييم ادائها وقيمتها السوقية.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

- الرواشدة, سمير محمد حسين. (2006). العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية لعوائد الاسهم, رسالة ماجستير, كلية الدراسات العليا, الجامعة الاردنية, عمان, الاردن.

- السعيد, بريكة. سمير, مسعى. (2010). تقييم المنشأه الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة, ورقة عمل, جامعة محمد بوضياف, الجزائر.

- سويسي, هواري. (2009). *دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة*, ***مجلة الباحث***, جامعة ورقلة, الجزائر, عدد07.

- شبلي, عبدالحسين.(2009). استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الاداء المالي وتشغيلي في الوحدات الاقتصادية, ***مجلة العلوم الاقتصادية***, جامعة البصره, العراق, مجلد6, عدد23, ص ص 135-158.

- الشرقاوي, أشرف.(2007). العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الاسهم دراسة عملية لاختبارالمزاعم النظرية, مؤتمر أسواق الاوراق المالية والبورصات, جامعة الامارات العربية المتحدة, الامارات, مجلد2 ,عدد15.

- علي, مقبل. (2010). دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كاداه مكمله لادوات تقويم اداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقيه", ***مجلة***

الاكاديمية العراقية للبحوث العلمية, جامعة حلب , سوريا, مجلد5, عدد11, ص ص .136-118

- قدومي, ثائر والكيلاني, قيس والعمارنة, اسماء.(2011). أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية, ***المجلة الاردنية للعلوم التطبيقية***, سلسلة العلوم الانسانية, جامعة العلوم التطبيقية, الاردن, مجلد14, عدد الاول.ص ص 01-18.

- المراجع باللغة الانجليزية:

- Alexei, S. (2012). Economic Value Added (EVA) – Main Indicator In Measuring The Value Creation Of The Target Corporation INC, ***International Journal of Research & Reviews in Applied Sciences***, Vol. 12 Issue 1, pp 34-37.
- Bhattacharyya, A. Phani, B.(2000). Economic Value Added - A General Perspective. ***Decision***, Vol 27, No.2, PP 25-55.
- Biddle, G. Bowen, R.Wallace, J. (1998). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values, Working Paper, USA: University of Washington.
- Brigham, E. Ehrhardt, M.(1998). Financial Management; Theory and Practice, Nine Edition, United States
- Burksaitiene, D. (2009). Measurement of value creation: Economic value added and net present value.***Economics& Management***, VOL.14, pp709-714.
- Cheremushkin, S. (2008). What's Wrong with the Economic Value Added?. Working Paper, Mordovian State University, Russia.

- De Medeiros, O. R. (2005). Empirical Evidence On The Relationship Between EVA And Stock Returns In Brazilian Firms,Working Pepar, University of Brasilia, Brasil.
- De Wet, J. (2005). Eva Versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder Value – A Comparative Analysis. ***Meditari*** **Accountancy Research**, Vol13, No. 2, pp116.
- Etebar, S. Darabi,R. (2011). The Role of The Economic Value Added Measure and Intellectual Capital In Financial Intermediations Market Value In Tehran Stock Exchange (Tse). ***Australian Journal of Basic and Applied Sciences***, Vol 5, No. 12, pp 1926-1933.
- Geyser, m. Liebenberg, IE. (2003). Creating A new Valuation Tool FOR South African Agricultural Co-operatives. ***Agrekon***, Vol 42, No.2, pp 106-115.
- Haddad, f. (2012). The Relationship between Economic Value Added and Stock Returns: Evidence from Jordanian Banks, ***International Research Journal of Finance and Economics***, The University Of Jordan, Jordan, Issue 89, pp 6-4.
- Hall,J. (2002). Dissecting EVA: The Value Drivers Determining the Shareholder Value of Industrial Companies. Working Paper, University of Pretoria, Republic of South Africa.

- Hasani, S.(2012). Relationship The Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) And Profitability Ratios, ***Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business***, VOL.4, No 3, PP406-415.
- Hejazi, R., & Oskouei, M. M. (2007). *The information content of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio: Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in the Tehran Stock Exchange*. ***Iranian Accounting & Auditing Review***, VOL.14,NO.47, pp 21-36.
- Irala, L. (2005). EVA:The Right Measure of Managerial Performance?. ***Indian Journal of Accounting & Finance***, Vol 119, No.02 .pp 1-10
- Jacobs, j. (2006). Tax Shields, WACC, NPV, EVA, CVA, NVA, Profitability Analysis. Working Paper, Netherlands.
- Khan, M. A., Shah, N. H., & Ur Rehman, A. (2012). The Relationship Between Stock Return And Economic Value Added (EVA), Working Paper, Qurtuba University, Pakistan.
- Panahi, B. Preece, C. Zakaria, W. Rogers, J. (2014). The Correlation of EVA and MVA with Stock Price of Companies in Tehran Stock Market.

Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, VOL. 6, NO.2, pp291-308.

- Panahian, H. Mohammadi, H. (2011). Relative and Incremental Information Contents of Economic Value Added (EVA) and Refined Economic Value Added (REVA) used for Prediction of the Income. ***European Journal of Economics***, Finance and Administrative Sciences, ISSN 1450-2275 Issue 28. pp 97-103.
- Peixoto, S. (2002). Economic Value Added: Application to Portuguese Public Companies, Working Paper, Moderna University of Porto, Portuguese.
- Rago, M. (2008). An Analysis of Economic Value Added. Working Paper, Liberty University, USA.
- Ramana, D. V. (2005). *Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences*. Working Paper, Bhuabneswar, India.
- Sandias, A. R., López, S. F., & Gonzalez, L. O. (2002). Financial Value Added, Working Paper, University of Santiago de Compostela. Spain.
- Worthington, A and West, T (2001). Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature. ***Asian Review of Accounting***, VOL. 9, Issue 1, pp. 67-86.

ملحق رقم (1)

رقم الشركة	اسم الشركة
1	السلوفكيمويات الاردنية
2	الوطنية لصناعة الكلورين
3	الموارد الصناعه الاردنية ****
4	المتكاملة للمشاريع المتعدده
5	العربيه لصناعه المبيدات والادويه البيطريه
6	الوطنية لصناعة الكوابل والاسلاك الكهربائي
7	العربية للصناعات الكهربائية
8	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والاكترونية والثقيلة
9	مصانع الكابلات المتحده***
10	الاردنية لصناعة الانابيب
11	الجنوب لصناعة الفلاتر
12	الاردنية للصناعات الخشبية/جوايكوا
13	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية***
14	الالبسه الاردنية***
15	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
16	العربية لصناعة المواسير المعدنية
17	القدس لصناعات الخرسانية
18	العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة
19	اساس للصناعات الخراسنية****
20	الاردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
21	الالبان الاردنية
22	الاستثمارات العامة
23	دار الغذاء
24	امانة لاستثمارات الزراعية والصناعية

مصانع الزيوت النباتية الاردنية	25
الوطنية الاولى لصناعو وتكرير الزيوت النباتية	26
مصانع الخزف الاردنية	27
الدولية للصناعات الخزفية	28
العامه للتعدين	29
العربيه لصناعه الالمنيوم/ارال	30
الوطنية لصناعة الصلب	31
مناجم الفوسفات	32
مصانع الاسمنت الاردنية****	33
البوتاس العربية	34
الاردنية لصناعات الصوف الصخري	35
حديد الاردن	36
الوطنية لصناعات الالمنيوم	37
الدولية لصناعات السيليكا	38
شركة الترافتين	39
مصانع الورق والكرتون الاردنية	40
دار الدواء للتنمية والاستثمار	41
المركز العربي للصناعات الدوائية	42
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	43
الاردنية لانتاج الادويه	44
الحياه للصناعات الدوائية	45
الاقبال للطباعة والتغليف	46
الاتحاد للصناعات المتطوره****	47
الاقبال للاستثمار	48
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	49
الزي لصناعه الالبسه الحاهزه	50

51	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية

ملحق رقم (2)

CO.#	Year	KD	WD	WE	KE	CAPTIAL	WACC	NOPAT	EVA
الزي لصناعه الالبسه الحاهزه	2009	0.11	0.54	0.46	0.002816	12059516	0.051785	-118182	-742690
	2010	0.109	0.58	0.42	-0.08421	10990516	0.018367	-115986	-317851
	2011	0.13	0.6	0.4	0.005893	10339614	0.002357	850629.9	826257.7
الوطنية لصناعة الكلورين	2009	0	0.09	0.91	0.002102	10568594	0.001913	278254.3	258033.9
	2010	0	0.12	0.88	0.002	10455487	0.00176	343054.9	324653.2
	2011	0	0.14	0.86	0.120236	10396973	0.103403	258521.6	-816553
المتكاملة للمشاريع المتعدده	2009	0.105	0.6	0.4	0.023761	8839788	0.063054566	706.87785	-556682
	2010	0.102	0.61	0.39	0.02	8545517	0.060687	645664.25	127062
	2011	0.122	0.61	0.39	0.00667	7877868	0.0026013	650883.25	630390
العربيه لصناعه المبيدات والادويه البيطريه	2009	0.36	0.28	0.72	0.00556	16648430	0.089682969	1876313.8	383233.1715
	2010	0.3	0.28	0.72	0.005	17708757	0.075	1796991.8	468835.025
	2011	0.057	0.33	0.67	0.075167	15516207	0.050361892	1814435.5	1033009.959
الوطنية لصناعة الكوابل والاسلاك الكهربائي	2009	0.64	0.32	0.68	-0.00606	24803908	0.16996	1597625	-2618046
	2010	0.22	0.33	0.67	-0.0087	25196065	0.055878	973134.4	-434777
	2011	0.35	0.37	0.63	-0.00113	25622039	-0.00071	227360.55	245566.4
العربية للصناعات الكهربائية	2009	0.191	0.31	0.69	-0.013	6983489	0.041359	402424.9	113598.2
	2010	0.244	0.27	0.73	-0.0146	6302159	0.04534	-117327	-403067
	2011	0.195	0.27	0.73	-0.032	6302159	-0.02336	-117327.2	29891.23
مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والاكترونية والثقيلة	2009	0.122	0.44	0.56	-0.00553	203482464	0.042529	16479108	7825147
	2010	0.023	0.51	0.49	-0.09469	189212667	-0.03643	9269355	16162156
	2011	0.233	0.67	0.33	0.06197	8765610	0.02045	-2898077	-3077333

الاردنية لصناعة الانابيب	2009	0.065	0.44	0.56	0.018399	6185128	0.034613	553083.1	338994.9
	2010	0.085	0.37	0.63	0.028538	5931154	0.044711	262982.4	-2206.96
	2011	0.091	0.23	0.77	0.0413	6006964	0.031801	334466.5	143440.2
الجنوب لصناعة الفلاتر	2009	0.093	0.3	0.7	-0.02625	2492801	0.005342	-7906.7	-21222.1
	2010	0.118	0.35	0.65	0.027074	1987443	0.052703	-272473	-377217
	2011	0.0822	0.58	0.42	0.073295	994077	0.030784	-510306.9	-540908
الاردنية للصناعات الخشبية/جوايكوا	2009	0.0185	0.2	0.8	-0.00087	13170160	0.002453	220054	187750.9
	2010	0.015	0.195	0.805	0.02528	14230866	0.022836	1721656	1396674
	2011	0.019	0.17	0.83	0.028648	13031507	0.023778	-423935	-733799
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	2009	0.075	0.74	0.26	0.005225	8630686	0.048534	-1223585	-1642463
	2010	0.045	0.79	0.21	-0.04569	8128839	0.020623	- 2547070.05	-2714712
	2011	0.0883	0.75	0.25	-0.04392	5892166	-0.01098	33518.05	98207.23
العربية لصناعة المواسير المعدنية	2009	0.29	0.14	0.86	0.016968	14631160	0.049103	1467178	748747.9
	2010	0.148	0.16	0.84	0.006071	14920179	0.025228	1488961	1112559
	2011	0.194	0.15	0.85	0.000304	15256497	0.000259	2002104	1998159
القدس لصناعات الخرسانية	2009	0.145	0.13	0.87	0.000955	12334281	0.016853	-682344	-890217
	2010	0.12	0.1	0.9	-0.02076	11294969	-0.00848	-821648	-725842
	2011	0.13	0.15	0.85	0.063498	10181818	0.053973	-929263	-1478808
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	2009	0.108	0.64	0.36	-0.00975	14019670	0.05524	-1013711	-1788160
	2010	0.04	0.74	0.26	-0.01141	13572927	0.022192	-844320	-1145537
	2011	0.075	0.81	0.2	0.095827	11335143	0.019165	-1089518	-1306761

الاردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	2009	0.007	0.94	0.06	0.007259	4767584	0.006029	-592736	-621477
الاردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	2010	0.0017	0.95	0.05	0.006133	11879682	0.001679	200062.8	180112.2
الاردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	2011	0.003	0.77	0.23	-0.24521	11879682	-0.0564	200062.8	870047.5
الالبان الاردنية	2009	0.0054	0.15	0.85	0.000692	7530047	0.001277	339114.3	329500
الالبان الاردنية	2010	0.003	0.15	0.85	0.020182	7486360	0.017537	312496.6	181208.6
الالبان الاردنية	2011	0.002	0.2	0.8	0.076275	7341238	0.06102	271492.6	-176468
الاستثمارات العامة	2009	0	0.09	0.91	-0.00787	23818444	-0.007162801	1323702.45	1494309.223
الاستثمارات العامة	2010	0	0.08	0.92	0.031276	24591599	0.028774	2575377	1867784
الاستثمارات العامة	2011	0	0.7	0.3	0.006383	383539	0.001915	-362250	-362984
دار الغذاء	2009	0.043	0.49	0.51	-0.01721	12137916	0.009130633	1376877.6	1266050.746
دار الغذاء	2010	0.053	0.53	0.47	0.04126	12246967	0.043269	926633.5	396720.6
دار الغذاء	2011	0.067	0.67	0.33	0.087348	6430775	0.028825	4591720	4406355
امانة لاستثمارات الزراعية والصناعية	2009	0.011	0.4	0.6	-0.00092	3744493	0.003188733	-486409.95	-498350.14
امانة لاستثمارات الزراعية والصناعية	2010	0.024	0.48	0.52	-0.01152	3019041	0.0038	-584978	-596451
امانة لاستثمارات الزراعية والصناعية	2011	0.018	0.56	0.44	0.088726	3522926	0.039039	-326551	-464084
مصانع الزيوت النباتية الاردنية	2009	0.08	0.69	0.31	0.010247	4182024	0.050096605	-99053.05	-308558.2563
مصانع الزيوت النباتية الاردنية	2010	0.103	5	0.5	-0.03687	4980402	0.419316	-422306	-2510669
مصانع الزيوت النباتية الاردنية	2011	0.095	0.47	0.53	0.063371	4476899	0.033587	-126712	-277076
الوطنية الاولى لصناعو وتكرير الزيوت النباتية	2009	0.153	0.6	0.4	-0.0055	3376467	0.075828389	-256942.25	-512974.3043
الوطنية الاولى لصناعو وتكرير الزيوت النباتية	2010	0.104	0.65	0.35	0.016158	4109999	0.063115	-199334	-458737
الوطنية الاولى لصناعو وتكرير الزيوت النباتية	2011	0.075	0.66	0.34	-0.02698	3446056	-0.00917	-269159	-237545
مصانع الخزف	2009	0.063	0.22	0.78	-0.02312	8286048	-0.006252593	-741377.65	-689568.3676

الاردنية	2010	0.057	0.25	0.75	0.071927	6901072	0.066058	-1009044	-1464916
	2011	0.06	0.33	0.67	0.031581	4799109	0.021159	-1625350	-1726897
الدولية للصناعات الخزفية	2009	0.083	0.2	0.8	-0.00809	6600223	0.007641403	-345687.35	-396122.3146
	2010	0.104	0.19	0.81	0.011588	5798860	0.026182	-543745	-695573
	2011	0.083	0.27	0.73	-0.0014	5457715	-0.00102	-639808	-634240
العامه للتعدين	2009	0	0.16	0.84	-0.02566	2665367	-0.021557375	354954.9	412413.2166
	2010	0	0.12	0.88	0.036074	773553	0.031745	295537.4	270980.9
	2011	0	0.16	0.84	0.133584	2876711	0.112211	364357.6	41559.7
العربيه لصناعه الالمنيوم/ارال	2009	0.023	0.24	0.76	-0.00754	11992170	-0.001042	452559.55	465055.394
	2010	0.014	0.3	0.7	0.026828	11842798	0.022349	405155.9	140477.5
	2011	0.043	0.29	0.71	0.071312	12045772	0.050632	661343.4	51444.66
الوطنية لصناعة الصلب	2009	0.143	0.75	0.25	-0.01314	1962378	0.087878	-79877.1	-252326
	2010	0.12	0.65	0.35	-0.04896	2267540	0.049165	-234882	-346366
	2011	0.07	0.74	0.26	0.053078	1577394	0.0138	-408244.8	-430013
مناجم الفوسفات	2009	0.022	0.18	0.82	-0.08459	484203803	-0.066	94461860	126417517.2
	2010	0.02	0.18	0.82	-0.026	560230000	-0.01826	75106000	85335800
	2011	0.013	0.26	0.74	-0.03262	70191500	-0.02414	142694600	144388698.2
البوتاس العربية	2009	0.022	0.19	0.81	-0.05324	747700000	-0.03957	139530900	169115876.1
	2010	0.013	0.19	0.81	-0.02118	839995000	-0.015059608	166923000	179572995.4
	2011	0.027	0.17	0.83	-0.0885	1022894000	-0.07346	292740850	367880617
الاردنية لصناعات الصوف	2009	0	0.43	0.57	0.005258	1182632	0.002997	-715196.8	-718741.2337
	2010	0	0.54	0.46	0.006486	816660	0.00298342	-316227.2	-318663.6396

الصخري	2011	0	0.7	0.3	0.006383	383539	0.001915	-362249.6	-362984.0574
حديد الاردن	2009	0.028	0.42	0.58	-0.04116	62174182	-0.01387	-6185579.2	-5322947.454
	2010	0.0255	0.47	0.53	-0.0075	57047910	0.006210586	4106331.3	3752030.342
	2011	0.031	0.42	0.58	0.046387	55701094	0.026905	5999787.1	4501171.58
الوطنية لصناعات الالمنيوم	2009	0.03	0.33	0.67	-0.01271	12141620	-9.77626E-05	1113845.95	1115032.946
	2010	0.0497	0.3	0.7	0.014869	9806859	0.023081747	-1313662.25	-1540021.691
	2011	0.067	0.28	0.72	-0.02179	9001833	-0.01569	-561713.2	-420489.2059
الدولية لصناعات السيليكا	2009	0	0.05	0.95	-0.00766	3594350	-0.007277747	104055.3	130214.0691
	2010	0	0.05	0.95	0.018715	3638201	0.017779383	161222.9	96537.93258
	2011	0	0.06	0.94	-0.00952	2606184	-0.00894	93493.2	116804.5987
شركة الترافتين	2009	0.0977	0.08	0.92	0.001254	5314518	0.007797106	73066.85	31628.98805
	2010	0.217	0.037	0.97	0.02516	5363211	0.031229489	175818.25	8327.910689
	2011	0.03	0.05	0.95	0.040303	5120466	0.038287	-184722.9	-380772.5888
مصانع الورق والكرتون الاردنية	2009	0.04	0.49	0.51	0.01442	15662986	0.024014454	529862.8	153724.7381
	2010	0.037	0.56	0.44	0.012	10814459	0.022892	-1675995.15	-1923559.745
	2011	0.0385	0.525	0.475	0.01321	13238722.5	0.023453	-573066.2	-884917.5035
دار الدواء للتنمية والاستثمار	2009	0.025	0.39	0.61	0.014081	54031867	0.016876803	6057580.25	5145695.09
	2010	0.046	0.4	0.6	0.01	59351952	0.02164	9302592.1	8018215.859
	2011	0.056	0.41	0.59	-0.02013	53129454	-0.01188	-3483150	-2852236.317
المركز العربي للصناعات الدوائية	2009	0	0.05	0.95	0.014624	7378500	0.013892901	251790.4	149281.6304
	2010	0.017	0.15	0.85	0.008	7734360	0.0089675	111403.55	42045.6767
	2011	0.0278	0.27	0.73	0.124173	7309043	0.090646	-938498.6	-1601036.495

الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	2009	0.164	0.5	0.5	-0.01555	13789676	0.061923987	1077176.1	223264.3882
	2010	0.168	0.54	0.46	0.01	13241325	0.081712	990575.55	-91399.5984
	2011	0.233	0.67	0.33	0.06197	8765610	0.02045	-2898077	-3077333.109
الاردنية لانتاج الادويه	2009	0.08	0.36	0.64	-0.02387	38525792	0.00920009	3463898.75	3109458.01
	2010	0.108	0.32	0.68	0.05	46861820	0.063376	2867535.35	-102379.3543
	2011	0.029	0.42	0.58	0.109296	49681332	0.063392	2330444.2	-818947.2608
الحياه للصناعات الدوائية	2009	0.078	0.1	0.9	0.003267	10992084	0.009570547	521157.1	415956.8463
	2010	0.052	0.09	0.91	0.001	10992084	0.004888	521157.1	467427.7934
	2011	0.047	0.11	0.89	-0.04059	11202907	-0.03612	962970.1	1367672.078
الاقبال للطباعة والتغليف	2009	0.046	0.25	0.75	-0.00428	6625729	0.006564696	-38704.75	-82200.64663
	2010	0.041	0.25	0.75	0.002	6352151	0.0102125	194919.45	130048.1079
	2011	0.031	0.28	0.72	0.065187	6424398	0.046935	330927.1	29400.53805
الاتحاد للصناعات المتطوره	2009	0	0.06	0.94	-0.05328	3659282	-0.050086318	128962.85	312242.8104
	2010	0	0.09	0.91	0.01	3085482	0.0091	117379.05	89301.1638
	2011	0	0.1	0.9	0.0326	2975232	0.02934	131530.7	44236.98614
الاقبال للاستثمار	2009	0.05	0.45	0.55	-0.00477	54177407	0.016499995	10996674.4	10102747.45
	2010	0.047	0.46	0.54	0.018625	56360093	0.028434419	14711402.2	13108835.72
	2011	0.096	0.16	0.84	0.015144	56497260	0.012721	18597655	17878936.03
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	2009	0.057	0.4	0.6	-0.04071	38065227	-0.005045355	1852527.4	2044579.972
	2010	0.049	0.4	0.6	0.007532	39676043	0.021179368	2982500.4	2142186.882
	2011	0.07	0.43	0.57	0.299404	34132169	0.17066	-116036.1	-5941041.396
السلوفكيمويات	2009	0.55	0.47	0.53	-0.01085	6799719	0.213974663	163804.35	-1291163.23

الاردنية									3
	2010	0.064	0.41	0.59	-0.01	7798373	0.016404	-52355.75	-180280.2607
	2011	0.024	0.42	0.58	0.083893	7331073	0.048658	-127198.3	-483913.9942